

Bankens villkor i låneavtal vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv

En studie ur ett agentteoretiskt perspektiv

Magnus Lindahl



INSTITUTE OF TECHNOLOGY
LINKÖPINGS UNIVERSITET

Department of Computer
and Information Science

Linköping Studies in Science and Technology, Thesis No.754,
Linköping 2000

Linköping Studies in Science and Technology

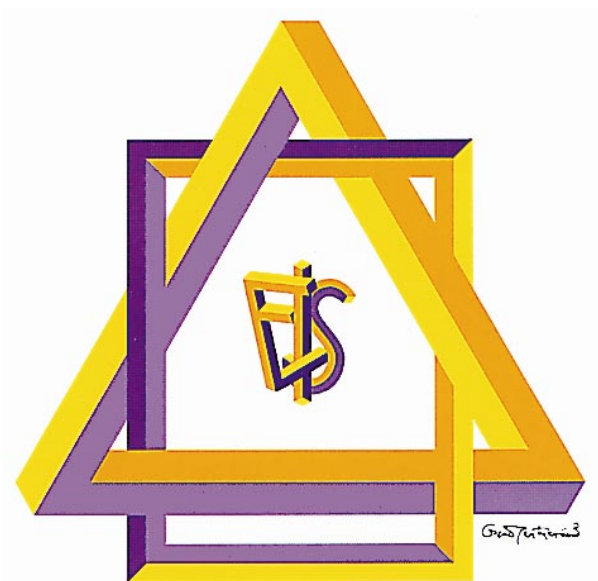
Thesis No. 754

Bankens villkor i låneavtal vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv

- En studie ur ett agentteoretisk perspektiv -

av

Magnus Lindahl



Framlagd vid tekniska fakulteten vid Linköpings universitet
som del av fordringarna för ekonomie licentiatexamen

Institutionen för datavetenskap
Linköpings universitet
581 83 Linköping

Linköping 2000

ISBN 91-7219-438-3

ISSN 0280-7971

Tryckt av: UniTryck, Linköping

Bank loan covenants in highly leveraged acquisition financing

- A study in an agency theoretical perspective -

by

Magnus Lindahl

September 2000

ISBN 91-7219-438-3

Linköpings Studies in Science and Technology

Thesis No. 754

ISSN 0280-7971

LiU-Tek-Lic-1999:12

ABSTRACT

Acquisitions are sometimes financed with a large portion of bank loans. Bank loan agreements between a bank and a company (acquiror and the acquired company) in connection with a highly leveraged acquisition typically contain covenants that place certain requirements on the company.

The purpose of this thesis is to investigate the type of covenants bank loan agreements contain, the function of these covenants and how they are established. The thesis is based on an agency theoretical perspective and includes visits to three Swedish bank units specialised in lending for highly leveraged acquisitions.

The findings are that covenants used in bank loan agreements contain requirements for the company to maintain certain levels of financial performance and provide periodic financial information to the bank. The covenants also regulates the company's behaviour through restrictions on the company's production/investment decisions, disposal of assets, distribution of earnings to the company's owners and financing decisions. The function of the covenants is to give the bank an opportunity to monitor and control the company. Discussions between the bank and the company, which would be triggered by the violation of a covenant, is of great importance in the bank's effort to control the company. In these, the bank is able to obtain a detailed view of the risks in the company and can directly control the company's behaviour.

The thesis describes how the bank's establishment of covenants are affected by i) the role of debt in motivating company efficiency, ii) the company's financial projection, iii) the bank's and the company's common goals, iv) the acquirors willingness to buy the company, v) the bank's initial screening of potential borrowers and vi) the bank's practical abilities to control the company. The thesis also highlights the fact that the bank's analysis of the company's creditworthiness is not a static and initial analysis. Due to the covenants, the analysis is ongoing and dynamic through out the term of the loan.

This thesis was financially supported by Öhrlings PricewaterhouseCoopers.

Bankens villkor i låneavtal vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv

- En studie ur ett agentteoretisk perspektiv -

av

Magnus Lindahl

September 2000

ISBN 91-7219-438-3

Linköpings Studies in Science and Technology

Thesis No. 754

ISSN 0280-7971

LiU-Tek-Lic-1999:12

SAMMANFATTNING

Företagsförvärv finansieras i vissa fall med en stor andel banklån. Låneavtal mellan en bank och ett företag (förvärvaren inklusive det förvärvade företaget) innehåller, vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv, villkor som innebär att banken ställer olika krav på företaget.

Syftet med avhandlingen är att söka svar på vilka typer av villkor som förekommer i låneavtal vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv, vilken funktion villkor har samt hur banken utformar villkor. Avhandlingen baseras på ett agentteoretiskt perspektiv och omfattar besök vid tre svenska bankavdelningar specialiserade på kreditgivning till högt belånade företagsförvärv.

Avhandlingens resultat är att villkor utgörs av krav på företaget att uppnå vissa resultatnivåer och krav på löpande finansiell rapportering från företaget till banken. Villkoren omfattar också företagets beteende i form av restriktioner på investeringar, försäljning av tillgångar, utdelningar och finansiering. Villkorens funktion är att ge banken en möjlighet till övervakning och styrning av företaget. Diskussioner mellan parterna, som är en följd av att villkor ej efterlevs, är av stor vikt för bankens kontroll av företaget. I samband med dessa kan banken skapa sig en detaljerad bild av riskerna i företaget och utöva en direkt styrning av företagets beteende.

Avhandlingen beskriver hur bankens utformning av villkor påverkas av i) skuldsättningens disciplinerande effekt, ii) företagets finansiella prognos, iii) bankens och företagets likartade målsättning, iv) förvärvarens vilja att förvärva företaget, v) bankens initiala urval av förvärvare samt vi) bankens praktiska möjligheter att styra företaget. Avhandlingen tydliggör också det faktum att bankens analys av företagets kreditvärdighet inte är en statisk initial analys. Villkoren medför en löpande dynamisk analys av företaget under lånets hela löptid.

Studien har finansierats av Öhrlings PricewaterhouseCoopers

FÖRETAL

Ämnesområdet Ekonomiska Informationssystem rör bland annat kommunikation och överföring av information från, mellan och till människor, liksom utveckling och utvärdering av lämpliga informationssystem för dessa ändamål. Ämnesområdet handlar också om informationsstrukturer, det vill säga samverkan mellan modern informationsteknik, organisationslösning och människor.

Inom ämnesområdet kan doktoranderna tillhöra några olika forskningsprogram. En del av doktoranderna bedriver sin forskarutbildning inom IMIE (International Graduate School of Management and Industrial Engineering). Det finns vidare en särskild treårig licentiatutbildning med tjänstgöring på revisionsbyrå. Denna utbildning sker i samarbete med de ledande revisionsbyråerna i Sverige. Vidare deltar några doktorander i en av KK-stiftelsen delvis finansierad industriforskarskola.

Sedan 1995 har ämnesområdet ett nära samarbete med Högskolan i Skövde. Det innebär bl. a att ämnesområdets forskarutbildningar också är öppna för några doktorander anställda vid Högskolan i Skövde. Ämnesområdet Ekonomiska Informationssystem bedriver idag forskning med sju olika huvudinriktningar:

- Affärsinriktad utveckling och informationsstöd
- Bekämpande av ekonomisk brottslighet
- Externredovisning och revision
- Organisation och kommunikation med hänsyn till ny informationsteknik
- Strategi och ekonomisk styrning
- Simulering, beslutstöd och styrning av verkstadsflöden
- Tillämpningar av principal-agent teorin

Föreliggande arbete, "Bankens villkor i låneavtal vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv – En studie ur ett agentteoretiskt perspektiv", är skriven av ekonomie magister Magnus Lindahl, som genomgått den särskilda licentiatutbildningen. Han presenterar detta arbete som sin licentiatavhandling inom ämnesområdet Ekonomiska Informationssystem, Institutionen för Datavetenskap, Tekniska Högskolan i Linköping.

Linköping i september 2000

Birger Rapp
Professor
Ekonomiska Informationssystem

AVHANDLINGAR INOM ÄMNESOMRÅDET EKONOMISKA INFORMATIONSSYSTEM

Doktorsavhandlingar (2000 - 1995)

6. **Tjäder, Jimmy**, (2000), Systemimplementering i praktiken - En studie av logiker i fyra projekt, doktorsavhandling 618, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
5. **Lindström, Jörgen**, (1999), Does distance matter? On geographical dispersion in organisations, doktorsavhandling 567, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
4. **Moberg, Anna**, (1997), Närhet och distans - Studier av kommunikationsmönster i satellitkontor och flexibla kontor, doktorsavhandling 512, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
3. **Nilsson, Fredrik**, (1997), Strategi och ekonomisk styrning - En studie av hur ekonomiska styrsystem utformas och används efter företagsförvärv, doktorsavhandling 475, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
2. **Villegas, Jaime**, (1996), Simulation Supported Industrial Training in an Organizational Learning Perspective. Development and evaluation of the SSIT method, doktorsavhandling 429, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
1. **Savén, Bengt**, (1995), Verksamhetsmodeller för beslutsstöd och lärande. - En studie av produktionssimulering vid Asea/ ABB 1968 - 1993, doktorsavhandling 371, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.

Licentiatavhandlingar (2000)

30. **Lindahl, Magnus**, (2000), Bankens villkor i låneavtal vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv – En studie ur ett agentteoretiskt perspektiv. lic.-avh No 754, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
29. **Cäker, Mikael** (2000), Vad kostar kunden? Modeller för intern redovisning,), lic.-avh No. 844, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.

28. **Kald, Magnus**, (2000), The role of management control systems in strategic business units, lic.-avh No 842, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
27. **Nilsson, Håkan**, (2000), Informationsteknik som drivkraft i granskningsprocessen – En studie av fyra revisionsbyråer, lic.-avh No 788, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
26. **Askenäs, Linda**, (2000), Affärssystemet - En studie om teknikens aktiva och passiva roll i en organisation, lic.-avh No 808, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.

Licentiatavhandlingar (1999 - 1992)

25. **Björkegren, Charlotte**, (1999), Learning for the next project - Bearers and barriers in knowledge transfer within an organisation, lic.-avh. No 787, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
24. **Gäre, Klas**, (1999), Verksamhetsförändringar i samband med IS-införande, lic.-avh. No 791, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
23. **Skåmedal, Jo**, (1999), Arbete på distans och arbetsformens implikationer på resemönster, lic.-avh. No 752, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
22. **Alvehus, Johan**, (1999), Mötets metaforer. En studie av berättelser om möten lic.-avh. No 753 IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
21. **Ferntoft, Anders**, (1999), Elektronisk affärskommunikation - Kontaktkostnader och kontaktprocesser mellan kunder och leverantörer på producentmarknader lic.-avh. No 751, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
20. **Bäckström, Anders**, (1998), Värdeskapande kreditgivning - Kreditriskhantering ur ett agentteoretiskt perspektiv, lic.-avh. No. 734, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
19. **Jansson, Åse**, (1998), Miljöhänsyn - En del i företags styrning, lic.-avh. No. 731, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
18. **Westin, Carl-Johan**, (1998) Informationsförsörjning: En fråga om ansvar - Aktiviteter och uppdrag i fem stora svenska organisationers operativa informationsförsörjning lic.-avh. No. 730, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
17. **Wennestam, Christina**, (1998), Immateriella resurser - Information om personal och kompetens samt forskning och utveckling i skogsföretagens årsredovisningar, lic.-avh. No. 712, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
16. **Tjäder, Jimmy**, (1998), Projektledaren & Planen - En studie av tre installations- och systemutvecklingsprojekt lic.-avh. No. 675, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.

15. **Zetterlund, Per-Ove**, (1998), Normering av svensk redovisning- en studie av tillkomsten av Redovisningsrådets rekommendation om koncernredovisning (RR0 1:91), lic.-avh. No. 668, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
14. **Ollinen, Jan**, (1997), Det flexibla kontorets utveckling på Digital – Ett stöd för multiflex?, lic.-avh. No. 623, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
13. **Larsson, Annika**, (1996), Ekonomisk Styrning och Organisatorisk Passion. - Ett interaktivt perspektiv, lic.-avh. No. 595, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
12. **Lindström, Jörgen**, (1996), Chefers användning av kommunikationsteknik, lic.-avh. No. 587, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
11. **Larsen, Kristina**, (1996), Förutsättningar och begränsningar för arbete på distans - erfarenheter från fyra svenska företag, lic.-avh. No. 550, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
10. **Andersson, Jörgen**, (1995), Bilder av småföretagares ekonomistyrning, lic.-avh. No. 522, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
9. **Lagerström, Bo**, (1995), Successiv resultaträkning pågående arbeten. - Fallstudier i tre byggföretag, lic.-avh. No. 476 IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
8. **Nilsson, Fredrik**, (1994), Strategi och ekonomisk styrning - En studie av Sandviks förvärv av Bacho Verktyg, lic.-avh. No. 463, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
7. **Lind, Jonas**, (1994), Creditor - Firm Relations: an interdisciplinary analysis, lic.-avh. No. 451, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
6. **Poignant, Lars**, (1994), Informationsteknologi och företagsetablering - effekter på produktivitet och region, lic.-avh. No. 441, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
5. **Sjöström, Camilla**, (1994), Revision och lagreglering - ett historiskt perspektiv, lic.-avh. No. 417, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
4. **Carlsson, Peter**, (1994), Separation av företagsledning och finansiering - fallstudier av företagsledarutköp ur ett agentteoretiskt perspektiv, lic.-avh. No. 414, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
3. **Moberg, Anna**, (1993), Satellitkontor - En studie av kommunikationsmönster vid arbete på distans, lic.-avh. No. 406, IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
2. **Noghabai, Mehran**, (1993), Värdering av strategiska datorinvesteringar. - Med ett ledningsperspektiv på FMS- och KIS- investeringar, lic.-avh. No 371, IDA -EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.
1. **Larsson, Rolf**, (1992), Aktivitetsbaserad kalkylering i ett nytt ekonomisystem, lic.-avh. No 298 IDA-EIS, Universitetet och Tekniska Högskolan i Linköping.

FÖRORD

Denna licentiatavhandling är resultatet av ett arbete som med olika intensitet pågått under ett antal år.

Jag vill tacka alla handledare och kollegor inom ämnesområdet Ekonomiska Informationssystem som med handledning, kommentarer, diskussioner vid seminarier och slutseminariet, korrekturläsning och uppmuntran gjort arbetet möjligt att genomföra.

Jag vill också tacka kollegor på Öhrlings PricewaterhouseCoopers som genom visad förståelse, intresse och hänsyn till mitt arbete med licentiatavhandlingen gjort den möjlig att genomföra parallellt med min anställning på företaget.

Avhandlingen hade inte kunnat slutföras utan de intervjuer jag genomfört i samband med besök vid specialiserade bankavdelningar. Tack för era insatser i form av tid och kunskap.

Jag vill slutligen tacka min familj, kamrater, nära och kära som på ett eller annat sätt funnits i min närhet under dessa år och som, trots att jag ofta försummat er, med tålamod och uppmuntran hjälpt mig att slutföra mitt arbete med licentiatavhandlingen.

Tack så mycket. Utan er alla hade det inte varit möjligt.

Stockholm i september 2000

Magnus Lindahl

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

DEL I. INLEDNING OCH METOD

1	INLEDNING	2
1.1	Högt belånade företagsförvärv och risker i bankverksamhet	2
1.1.1	Risker i bankverksamhet	3
1.1.2	Bankens dilemma vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv	4
1.1.3	Bankens dilemma ur ett agentteoretiskt perspektiv	5
1.1.4	Bankens villkor i låneavtal	6
1.2	Avhandlingens syfte	7
1.2.1	Avgränsningar	7
1.2.2	Avhandlingens inomvetenskapliga relevans	8
1.2.3	Avhandlingens utomvetenskapliga relevans	9
1.2.4	Avhandlingens disposition	10
2	METOD	12
2.1	Vetenskapsteori och metod	12
2.1.1	Metodteori	12
2.2	Avhandlingens metod	15
2.2.1	Fallstudie	15
2.2.2	Validitet	17
2.2.3	Reliabilitet	18
2.2.4	Generaliserbarhet	18
2.2.5	Datakällor och triangulering i kvalitativa studier	19
2.2.6	Avhandlingens empiri i form av besök vid specialiserade bankavdelningar	21
2.3	Forskningsprocessen, datainsamling och säkerställande av kvalitet	24
2.3.1	Val av ett agentteoretiskt perspektiv	25
2.3.2	Val av den studerade relationen	28
2.3.3	Val av besökta specialiserade bankavdelningar	28
2.3.4	Val av intervjupersoner och genomförande av intervjuer	29
2.3.5	Utformning av frågeformulär	30
2.3.6	Val av litteratur och referenser	30

DEL II. TEORETISK REFERENSRAM

3	AGENTTEORI	33
3.1	Teori kring relationer och överenskommelser mellan parterna	33
3.1.1	Agentteorins delning i två ansatser	34
3.1.2	Kostnad för information	35
3.2	Antaganden och begrepp	35
3.2.1	Individens egenintresse och parternas målkonflikt	35
3.2.2	Asymmetrisk information och observerbarhet	37
3.2.3	Signalering	37
3.3	Risker och kostnader i en uppdragsrelation	37
3.3.1	Risk för oäktsamhet	38
3.3.2	Risk för negativt urval	38
3.3.3	Antagande om asymmetrisk information och risker i agentteori	39
3.3.4	Kostnader i en uppdragsrelation	39

3.4	Grundmodell för en uppdragsrelation och relationen bank-företag.....	40
3.4.1	Uppdragsrelationen bank-företag	43
3.4.2	Parterna i uppdragsrelationen bank-företag.....	44
3.4.3	Mål, resurser och låneavtal i uppdragsrelationen bank-företag.....	45
3.4.4	Grundmodellen applicerad på uppdragsrelationen bank-företag.....	46
4	SKULDSÄTTNING OCH UPPDRAGSRELATERADE KOSTNADER	48
4.1	Skuldsättning och effektivitet.....	48
4.1.1	Skuldsättning och konflikt mellan aktieägare och ledning.....	48
4.1.2	Skuldsättning och konflikt mellan aktieägare och långivare	51
4.1.3	Skuldsättning som signal	53
4.2	Skuldsättning och specialfallet högt belånade företagsförvärv	55
4.2.1	Ökad effektivitet i den förvärvade verksamheten.....	56
4.2.2	Optimal skuldsättning genom minimering av uppdragsrelaterade kostnader.....	58
4.3	Skuldsättning och uppdragsrelationen bank-företag.....	59
5	RISKUPPFATTNING OCH HANTERING AV RISK.....	61
5.1	Riskuppfattning.....	61
5.1.1	Beslutsfattare och riskuppfattning.....	61
5.2	Bankens riskuppfattning.....	63
5.2.1	Kunskap, kompetens och riskuppfattning.....	64
5.2.2	Förändrade riskpreferenser vid situationer av förlust	65
5.2.3	Tillgång till information, framställning av alternativ och uppfattning av risk.....	67
5.2.4	Aktiv riskhantering genom kontroll.....	67
5.3	Bankens riskhantering i form av villkor i låneavtal	69
5.3.1	Villkor i lån och bankens möjlighet till kontroll över utfallet av ett kreditbeslut..	70
5.4	Bankens riskuppfattning och riskhantering.....	71
6	ÖVERVAKNING OCH STYRNING	74
6.1	En generell definition av övervakning och styrning.....	74
6.1.1	Övervakning och styrning ur ett resursberoende perspektiv	75
6.1.2	Två principer för övervakning och styrning	77
6.1.3	Förutsättningar för beteende- och resultatbaserad övervakning	78
6.2	Villkor i låneavtal efter kategori och styrprincip.....	79
6.2.1	Lånevillkor indelade i kategorier.....	80
6.2.2	Lånevillkor indelade efter styrprincip	81
6.3	Lånevillkor och uppdragsrelaterade kostnader	83
6.3.1	Bankens övervakning och reducering av uppdragsrelaterade kostnader.....	83
6.3.2	Villkorsrelaterade kostnader.....	84
6.4	Övervakning och styrning i uppdragsrelationen bank-företag.....	88
DEL III. INTERVJUER		
7	INTERVJUER VID SPECIALISERADE BANKAVDELNINGAR	91
7.1	Bankens målsättning och riskbedömning.....	91
7.1.1	Likheter och skillnader i bankens och investerarens målsättning.....	92
7.1.2	Bankens initiala informationsinsamling och analys av företaget.....	93
7.1.3	Bankens andel av förvärvsfinansieringen	94
7.1.4	Parters riskbedömning	96

7.1.5	Bankens tillgång till information.....	97
7.1.6	Omstrukturering efter förvärvet.....	98
7.2	Typer av villkor i låneavtal.....	99
7.2.1	Finansiella lånevillkor.....	99
7.2.2	Generella lånevillkor.....	101
7.3	Lånevillkors utformning.....	104
7.3.1	Företagets prognos och affärsplan som utgångspunkt för utformning av villkor 105	
7.3.2	Känslighetsanalyser.....	106
7.3.3	Begränsad kännedom om företagets transformationsprocess.....	107
7.3.4	Praxis påverkan på utformning av villkor.....	107
7.4	Lånevillkors funktion.....	108
7.4.1	Signal om företagets finansiella utveckling.....	108
7.4.2	Villkorens påverkan på företagets budget.....	109
7.4.3	Villkorens funktion att bevara företagets ursprunglig struktur.....	110
7.4.4	Ökad risk utan villkor.....	110
7.5	Åtgärder när lånevillkor ej efterlevs.....	111
7.5.1	Förnyade förhandlingar till följd av brutna villkor.....	111
7.5.2	Förändrade riskpreferenser när lånevillkor ej efterlevs.....	113
7.5.3	Bankens förtroende för företaget påverkar riskuppfattningen.....	114
7.6	Prissättning av krediter.....	115
7.6.1	Lånevillkorens betydelse vid prissättning av krediter.....	116

DEL IV. ANALYS OCH SLUTSATSER

8	SAMMANFATTANDE ANALYS OCH SLUTSATSER.....	118
8.1	Typer av lånevillkor.....	118
8.1.1	Villkor och förutsättningar för olika styrprinciper.....	118
8.1.2	Proaktiva respektive reaktiva villkor.....	119
8.1.3	Bankens initiala analys och användning av olika typer av villkor.....	120
8.2	Drivkrafter för övervakning och styrning av företaget.....	124
8.2.1	Drivkraft ett: bankens beroende.....	124
8.2.2	Drivkraft två: asymmetrisk information.....	124
8.3	Lånevillkors funktion.....	125
8.3.1	Existens av en målsättning.....	125
8.3.2	Möjlighet att mäta utfall.....	125
8.3.3	Förmågan att förutsäga effekten av potentiella styråtgärder.....	127
8.3.4	Förmågan att kunna agera för att reducera avvikelser från målsättningen.....	128
8.3.5	Ackumulerad verksamhetskunskap.....	129
8.4	Utformning av lånevillkor.....	130
8.4.1	Bankens formella/praktiska förutsättningar för styrning av företaget.....	131
8.4.2	Skuldsättning som signal.....	131
8.4.3	Parternas delvis likartade målsättning.....	131
8.4.4	Skuldsättningens disciplinerande och lönsamhetshöjande effekt på företaget....	132
8.4.5	Effektiv kredithantering genom avvägning av uppdragsrelaterade kostnader.....	132
8.5	Bankens villkor i uppdragsrelationen bank – företag.....	134

9 REFLEKTIONER OCH FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING..... 137

9.1	Reflektioner kring avhandlingens resultat.....	137
9.1.1	Banken som effektiv övervakare av företag.....	137
9.1.2	Förändrade riskpreferenser och tillämpning av villkor.....	139
9.1.3	Vikten av parter diskussioner och bankens insyn i verksamheten	142
9.2	Avhandlingens bidrag, metod och förslag till vidare forskning.....	143
9.2.1	Villkor i låneavtal i ett större sammanhang.....	143
9.2.2	Kredithantering i termer av uppdragsrelaterade kostnader	144
9.2.3	Avhandlingens metod.....	145
9.2.4	Företagets syn på bankens villkor vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv	147

KÄLLFÖRTECKNING

BILAGA 1. STRUKTURER VID FINANSIERING AV FÖRETAGSFÖRVÄRV

BILAGA 2. FRÅGEFORMULÄR

FIGURFÖRTECKNING

Figur 1-1. Risker i bankverksamhet.....	3
Figur 1-2. Bankens dilemma vid kreditgivning och kredithantering.....	5
Figur 1-3. Sammanfattning av avhandlingens problemområde.....	7
Figur 2-1. Schematisk figur över forskningsprocessen samt disposition.....	24
Figur 2-2. Utgångspunkt för disposition av den teoretiska referensramen	27
Figur 3-1. Asymmetrisk information och risker i agentteori.....	39
Figur 3-2. Grundmodell för en uppdragsrelation.....	41
Figur 3-3. Högt belånat företagsförvärv och uppdragsrelationen bank-företag.....	43
Figur 3-4. Parters målsättning och resurser.....	45
Figur 3-5. Uppdragsrelationen bank-företag.....	47
Figur 4-1. Optimal skuldsättning.....	58
Figur 4-2. Skuldsättning och uppdragsrelationen bank – företag.....	60
Figur 5-1. Utgångspunkt för diskussion kring bankens riskuppfattning och riskpreferenser	63
Figur 5-2. Lånevillkor och riskbeteende	70
Figur 5-3. Bankens riskuppfattning och riskhantering.....	72
Figur 6-1. Initiering av styrning i en beroenderelation och bankens agerande.....	76
Figur 6-2. Skilda förutsättningar påverkar val av styrprincip	79
Figur 6-3. Bankens övervakning och styrning i form av villkor	88
Figur 8-1. Bankens urval av villkor och parternas initiala analys och målsättning.....	122
Figur 8-2. Förtroende och rykte minskar risken för oaktsamhet.....	123
Figur 8-3. Lånevillkorens drivkrafter och riskreducerande egenskaper	130
Figur 8-4. Skuldsättningens påverkan på bankens utformning av lånevillkor	132
Figur 8-5. Effektiv kredithantering genom avvägning av uppdragsrelaterade kostnader.....	133
Figur 8-6. Bankens villkor i uppdragsrelationen bank-företag.....	134
Figur 8-7. Resultat- och beteendebaserade villkors funktioner.....	135
Figur 9-1. Tentativt samband mellan risksituation och bankens tillämpning av villkor	141

TABELLFÖRTECKNING

Tabell 4-1. Skuldsättningsrelaterade kostnader.....	53
Tabell 4-2. Skuldsättning och signalering.....	54
Tabell 6-1. Lånevillkor efter kategori och styrprincip.....	82
Tabell 6-2. Villkorsrelaterade kostnader	87
Tabell 8-1. Lånevillkor efter kategori, styrprincip och karaktär.....	120

DEL I. INLEDNING OCH METOD

1 INLEDNING

Kapitlet beskriver det problemområde som behandlas, avhandlingens syfte, avgränsningar, avhandlingens inom- och utomvetenskaplig relevans samt disposition.

1.1 Högt belånade företagsförvärv och risker i bankverksamhet

Inkomna anmälningar om företagsförvärv till Konkurrensverket visar att antalet större företagsförvärv under perioden 1994-1998 uppgick till i genomsnitt 258 stycken per år. Under år 1999 inkom 168 stycken anmälningar om företagsförvärv till Konkurrensverket och under perioden januari till och med juni år 2000 inkom 73 stycken anmälningar om företagsförvärv. Totalt anmäldes från och med år 1994 till och med april år 2000 1.508 stycken större företagsförvärv till Konkurrensverket.¹

Företagsförvärv finansieras i vissa fall med en stor andel lånat kapital, s.k. högt belånade företagsförvärv. Högt belånade företagsförvärv i Sverige var i genomsnitt under perioden 1989 till 1993 cirka 30 stycken per år (Wahlbäck, 1994). Under perioden år 1994 till och med juni år 2000 uppgick antalet högt belånade företagsförvärv med ett svensk företag som köpare till 68 stycken. Samma period uppgick antalet högt belånade företagsförvärv av svenska företag till 80 stycken. Antalet högt belånade företagsförvärv avseende svensk köpare av svenskt företag uppgick under perioden till 59 stycken (Securities Data Company, Inc.).

Andelen av förvärvssumman som finansieras med lånat kapital i samband med högt belånade företagsförvärv uppgår normalt till 40-60 procent (Joachimsson, 1992). Exempel finns dock där förvärvssumman finansierats med upp till 85 procent lånat kapital (Wahlbäck, 1994). Den finansiella strukturen i ett högt belånat företagsförvärv bygger på antagandet att det förvärvade företaget skall generera tillräckligt med överskott för att täcka räntekostnader och amorteringar på det lån som används för att förvärva företaget. En förutsättning är att det förvärvade företaget inte drabbas av några större ekonomiska överraskningar och att investeringsbehovet inte blir för stort. I de fall förvärvet sker via ett utköpsbolag saknar utköpsbolaget många gånger andra tillgångar än aktierna i det förvärvade företaget varför det inte finns möjlighet att ställa andra säkerheter för skulden än dessa aktier. Aktiernas värde i sig är dock beroende av företagets framtida kassaflöde. Banken måste därför förlita sig på

¹ Om de förvärvande och det förvärvade företagets sammanlagda årsomsättning överstiger fyra miljarder kronor (sedan 1 juli 1997) och det förvärvade företaget har en omsättning som inte understiger 100 miljoner kronor ska förvärvet anmälas till Konkurrensverket. Om anmälningar verkligen avser förvärv av den storleken eller inkluderar mindre förvärv framgår ej av statistiken från Konkurrensverket. Inte heller framgår huruvida omständigheterna bakom anmälningarna resulterat i ett förvärv eller ej.

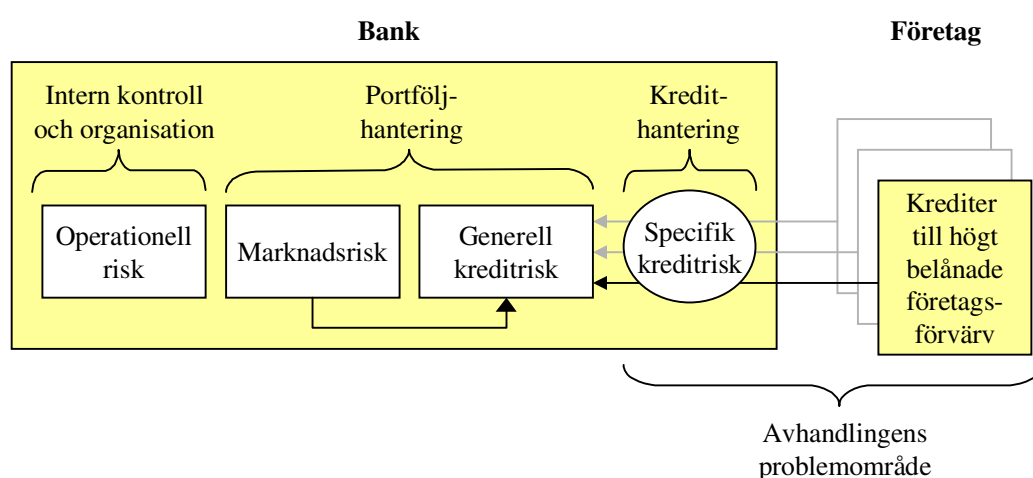
företagets framtida kassaflöde både med avseende på företagets återbetalningsförmåga och värdet av säkerheten i form av aktier i företaget.

Högt belånade företagsförvärv medför också en ökad finansiell risk i det förvärvade företaget som måste betala ränta och amorteringar på lånet². Vidare innebär ofta förvärvet förändringar i det förvärvade företagets strategi och struktur (Fox & Marcus, 1992, Phan & Hill, 1995). Banker som finansierar företagsförvärv står därmed inför en situation där kreditgivningen inte bara medför en ökad finansiell risk utan också en påverkan på resultat och beteende i företaget som till stor del kan skilja sig från den historiska bilden. Kreditbedömningen blir därför mer komplex jämfört med andra typer av krediter. Under senare del av åttiotalet och i början av nittiotalet var denna typ av utlåning också orsak till problem inom den finansiella sektorn (Tegin, 1997).

1.1.1 Risker i bankverksamhet

Risker i bankverksamhet kan delas in i tre huvudgrupper, marknadsrisker, operationella risker och kreditrisker (Bäckström, 1998). I Figur 1-1 nedan åskådliggörs risker i bankverksamhet samt avhandlingens problemområde.

Figur 1-1. Risker i bankverksamhet



Marknadsrisk, eller systematisk risk, följer av att värdet på bankens fordringar förändras som följd av samhällsekonomiska faktorer som banken inte kan påverka. Bäckström (1998) menar att de två mest betydelsefulla makroekonomiska faktorerna är det allmänna ränteläget och förändringar i valutakurser. Banker följer därför ränteutvecklingen noga. Banker med stora valutapositioner följer valutakursutvecklingen. Banker som har fordringar koncentrerade till vissa branscher övervakar specifika branschfaktorer och de krafter som har påverkan på resultat och ställning i branschen.

² I kapitel 3.4.1 ges en generell bild av hur strukturen ser ut i ett högt belånat företagsförvärv. Strukturen innebär i praktiken att det förvärvade företaget bär den finansiella risken.

Operationell risk är hänförlig till administrativ hantering, avveckling av engagemang och matchning av likviditet och utlåning. Problem med datasystem, registrering, brister i processystem och problem med att uppfylla olika krav från myndigheter medför också operationella risker. Vidare räknas risker för förluster som beror på brister i organisationen som exempelvis kompetens, befogenheter, rapporteringsrutiner, fel i värderings- och riskmättningsmodeller och andra oegentligheter som operationella risker.

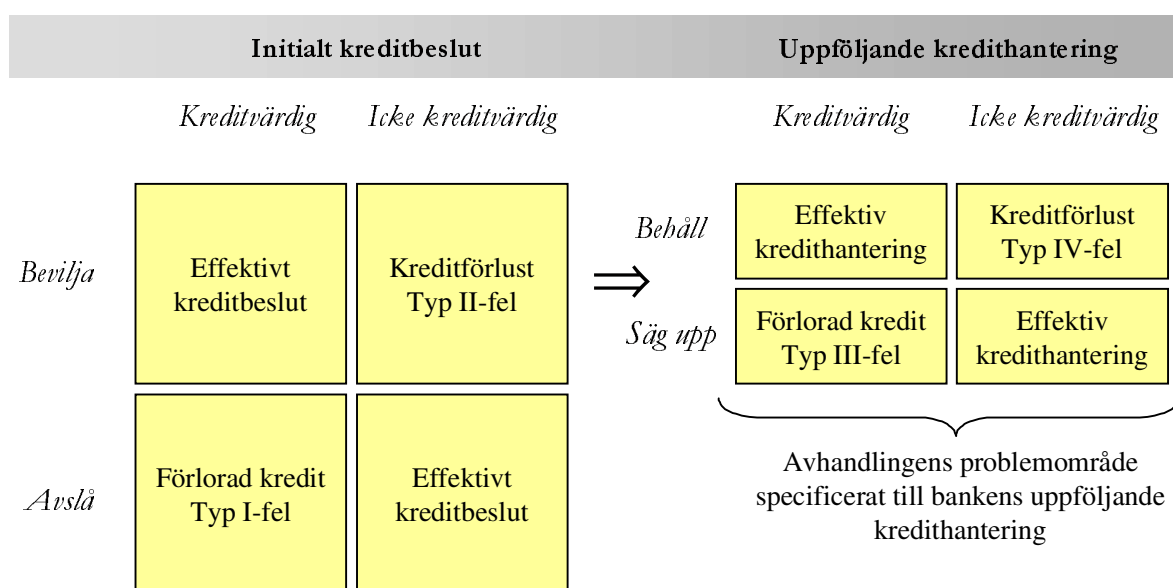
Kreditrisk följer av den osäkerhet som finns när det gäller enskilda låntagares förmåga och vilja att leva upp till de förpliktelser som låneavtalet medför. Den finansiella statusen, kreditvärdigheten, hos låntagaren blir därmed av största vikt för banken. Värdet av eventuella säkerheter är också viktigt ur bankens perspektiv. De operationella riskerna är beroende av bankens interna kontroll och organisation.

Marknadsrisker och kreditrisker kan banken kontrollera på en totalnivå genom diversifiering och portföljhantering. På övergripande nivå kan kreditrisken således till viss del diversifieras bort men inte helt elimineras då kreditrisken också påverkas av marknadsrisken. Kreditrisken hanteras dock inte enbart på portföljnivå. Varje enskild kredit hanteras individuellt. Bankens kreditbedömning och hantering av enskilda krediter är avgörande för den totala kreditrisken i banken. Avhandlingens intresseområde är den del av bankens riskhantering som utgörs av hantering av enskilda krediter, specifikt krediter till högt belånade företagsförvärv.

1.1.2 Bankens dilemma vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv

Två valsituationer uppkommer för en bank i samband med kreditgivning, se Figur 1-2 nedan. Den första valsituationen innebär ett beslut huruvida krediten skall beviljas eller ej och den andra valsituationen avser huruvida banken skall behålla krediten eller säga upp den. En effektiv kreditgivning innebär att maximera kreditgivning till företag som kan betala tillbaka lån enligt låneavtal och minimera utlåning till företag som ej klarar av att betala. Vidare innebär en effektiv kreditgivning att banken endast behåller krediter i de företag som är kreditvärdiga och att banken säger upp lån i icke-kreditvärdiga företag.

Figur 1-2. Bankens dilemma vid kreditgivning och kredithantering



Källa: Svensson & Ulvenblad, 1995

Banken kan i samband med ett initialt kreditbeslut minska effektiviteten i kreditgivningen genom att avslå en kreditansökan från ett kreditvärdigt företag (Typ I-fel). Banken går i det fallet miste om en potentiellt bra låntagare och den avkastning som krediterna skulle ha gett. Om en kredit beviljas till ett företag som inte är kreditvärdigt minskar effektiviteten i kreditgivningen till följd av en ökad risk för kreditförlust (Typ II-fel). I den uppföljande kredithantering minskar effektiviteten om banken säger upp ett lån till ett kreditvärdigt företag (Typ III-fel) eller om banken behåller ett lån till ett icke-kreditvärdigt företag (Typ IV-fel). Banken har dock inte tillgång till all den information som behövs för att fatta ett effektivt kreditbeslut. Bankens dilemma innebär att när banken försöker reducera risken att bevilja eller behålla krediter till icke-kreditvärda företag, genom en mer restriktiv kreditpolicy, så ökar samtidigt risken för att banken går miste om avkastningen avseende krediter till kreditvärda företag. Avhandlingens problemområde omfattar primärt bankens uppföljande kredithantering.

1.1.3 Bankens dilemma ur ett agentteoretiskt perspektiv

Bankens dilemma som beskrivits ovan i termer av effektiv kreditgivning och bankens svårighet att avgöra huruvida företaget är kreditvärdigt eller ej kan betraktas ur ett agentteoretiskt perspektiv. En viktig del av agentteori är att kapitalmarknaden beskrivs i termer av informationsasymmetri (Leland & Pyle, 1977), (Stiglitz & Weiss, 1981). Informationsasymmetri innebär att alla parterna på kapitalmarknaden inte har tillgång till samma information vilket medför en risk för ineffektiv kreditgivning då det är svårt för banker att utvärdera företags kreditvärdighet. Sharpe (1990) menar att relationer mellan banker och företag tenderar att vara stabila bero-

ende på att långa och nära relationer mellan en bank och ett företag reducerar informationsasymmetrin. Holland (1994) hävdar däremot att trots att mycket av informationsasymmetrin kan reduceras så kan den aldrig helt elimineras då ingen av parterna har möjlighet att direkt observera den andres prestationer eller intentioner.

Ytterligare en viktig aspekt av agentteori är fokuseringen på separationen av ägande och kontroll (Fama & Jensen, 1983) eller annorlunda uttryckt, separationen av finansiering och ledning (Shleifer & Vishny, 1995). Ett exempel på denna separation av finansiering och ledning är när en investerare lånar pengar från en bank för att genomföra ett högt belånat företagsförvärv. Banken är beroende av det förvärvade företaget och dess ledning för att krediten skall generera avkastning.³ Investeraren är beroende av bankens kredit för att kunna genomföra förvärvet. En separation av finansiering och ledning föreligger således när en kredit beviljas.

Ur ett agentteoretiskt perspektiv kan två problem i samband med kreditgivning till högt belånade företagsförvärv urskiljas. Det första problemet är det som uppstår när bankens och företagets målsättning skiljer sig åt, och det är svårt eller dyrt för banken att verifiera på vilket sätt företaget väljer att bedriva verksamheten och vilket resultat företaget uppnår, dvs. på vilket sätt företaget väljer att förvalta krediten. Det andra problemet uppstår när banken och företaget har olika riskpreferenser, vilket kan leda till att parterna har olika uppfattning om vilka åtgärder som skall vidtagas i företaget och hur respektive parts målsättning skall uppfyllas

Följden av de problem som finns i relationen är att de ger upphov till kostnader. Kostnader som uppstår i relationen är bl.a. kostnader för bankens analys av företaget, kostnader för bankens övervakning av företaget samt kostnader för att företaget utvecklas på ett ur bankens perspektiv ofördelaktigt sätt dvs. ökad kreditrisk. Bankens dilemma medför också att om banken hade tillgång till all nödvändig information i samband med ett initialt kreditbeslut samt vid bankens uppföljning av krediten så skulle alltid de rätta besluten fattas och banken skulle därmed maximera sin avkastning då alla krediter till icke-kreditvärdiga företag skulle avslås eller sägas upp i god tid innan företagets betalningsförmåga försämras. Kostnader i relationen består därför också av att banken inte kan maximera sin avkastning till följd av att banken inte har tillgång till all nödvändig information.

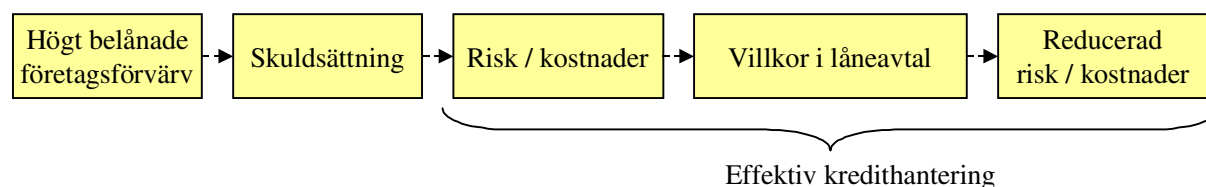
1.1.4 Bankens villkor i låneavtal

I agentteori betraktas formella och informella kontrakt och avtal mellan parterna som en metod att hantera de problem och kostnader som uppstår i en relation. Lå-

³ I många fall utgör företagets ledning också en del av investeraren (låntagarna). I avhandlingen betraktas därför investeraren och företagets ledning som en och samma part och benämns företaget. I kapitel 3.4.1 ges en generell bild av hur strukturen kan se ut i ett högt belånat företagsförvärv och som innebär att det primärt är företaget som har betydelse för bankens bedömning av kreditvärdigheten och inte investerarens (låntagarens) verksamhet.

neavtal som upprättas mellan bank och företag vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv är exempel på sådant kontrakt. I låneavtal ställs ett antal villkor upp som reglerar relationen mellan bank och företag. Villkor i låneavtal kan, förutom krav på betalning av ränta, amorteringar och andra avgifter, exempelvis utgöra krav på finansiell rapportering till banken, krav på det förvärvade företaget att uppnå vissa resultatnivåer och restriktioner avseende exempelvis företagets investeringar, försäljning av tillgångar, utdelningar och finansiering. Villkor i låneavtal antogs reducera risker och kostnader som uppstår i relationen mellan bank och företag och därmed sänka kostnader för extern finansiering (Smith & Warner, 1979). Lånevillkor i sig medför dock nya kostnader. En optimal uppsättning lånevillkor finns därför där lånevillkorens nytta maximeras i relation till villkorens kostnader (Jensen & Meckling, 1976). I Figur 1-3 sammanfattas resonemanget i avhandlingens kapitel 1 och avhandlingens problemområde.

Figur 1-3. Sammanfattning av avhandlingens problemområde



Lånevillkoren utgör därmed en viktig del av bankens hantering av dilemmat vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv. Lånevillkor kan dock existera utan att vara ett resultat av en effektiv marknad så länge deras påverkan är neutral (Miller, 1977). Lånevillkor som inte har någon påverkan kan därför existera i oändlighet.

1.2 Avhandlingens syfte

Den här avhandlingen behandlar de villkor banken ställer upp i låneavtal vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv. Syftet med avhandlingen är att utifrån agentteoretiska begrepp och antaganden söka svar på följande frågor:

- vilka typer av lånevillkor förekommer i avtal vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv?
- vilken funktion har lånevillkor vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv?
- hur utformar banken lånevillkor i avtal som upprättas i samband med kreditgivning till högt belånade företagsförvärv?

1.2.1 Avgränsningar

Förvärvaren kan finansiera ett företagsförvärv med egengenererade medel, tillskott av eget kapital samt externt kapital. Vid sidan av banklån finns ett antal olika möjliga finansieringsformer som kan betecknas som externt kapital men som har drag av

att vara en mellanform mellan lån och eget kapital.⁴ Finansieringsformer som kan nämnas är obligationer, vinstandelsbevis och förlagsbevis (Falkman, 1992). Obligationer, räntebärande värdepapper, är en långfristig finansieringsform som kan ställas ut av företag med eller utan säkerheter och som ofta förmedlas via bank eller annan liknande institution. Exempel på obligationer är också konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning av aktier. Båda finansieringsformerna ger således möjlighet till ägande i företaget. Vinstandelsbevis är en låneförbindelse där räntan är beroende av företagets vinst eller vinstutdelning, dvs. ett skuldebrev med rörlig ränta där betalningen endast kan göras ur företagets fria medel vilket ger låneformen en viss likhet med en aktie. Förlagsbevis som ges ut av förvärvaren karaktäriseras av att utgivaren är skyldig att betala ränta på lånet och amortera oberoende av företagets resultat samt att låneformen ger borgenären rätt till betalning först efter övriga borgenärer. Den efterställda rätten till betalning ger låneformen en viss likhet med en aktie. Avgränsning sker till banklån vilket renodlar analysen genom att banken inte betraktas som ägare eller potentiell delägare i företaget. Låneformer som vinstandelsbevis och förlagsbevis omfattas därför inte av avhandlingens syfte då dessa låneformer har egenskaper som ger vissa likheter med aktier. Ett finansieringsbehov kan också täckas genom att en låntagare emitterar ett certifikat- eller obligationslån på penningmarknaden. Om låntagaren emitterar räntebärande värdepapper på penningmarknaden utgörs långivaren ofta av en heterogen grupp placerare (Bäckström, 1998). Dessa låneformer behandlas inte heller då de innebär en relation mellan en låntagare och flera långgivare/placerare samt att långgivaren kan skifta över tiden.

1.2.2 Avhandlingens inomvetenskapliga relevans

Holland (1994) menar att utvecklingen inom bank- och bankkreditlitteratur på senare tid har betonat vikten av relationen mellan banker och företag. Holland (1994) poängterar speciellt potentialen att vidareutveckla agentteori och möjligheterna att berika antaganden som avser bankers utlåning, bankernas roll som intermediärer samt forskning kring signalering.⁵ Holland (1994) hävdar att det finns behov av mer omfattande modeller av bankers relationer i litteraturen. Agentteori fyller delvis detta tomrum genom att bidra med koncept rörande informationsasymmetrier och utformningen av kontrakt. Smith (1993) poängterar vikten av bättre förståelse för ett företags efterlevnad av villkor i låneavtal och hur det hanteras i relationen mellan en bank och ett företag. Citron, Robbie & Wright (1997) poängterar att undersökningar avseende villkor i låneavtal i samband med högt belånade företagsförvärv i stor utsträckning endast fokuserat på de företag som inte efterlevt redovisningsbaserade lånevillkor. Villkor omfattar ofta både redovisningsbaserade villkor

⁴ Den engelska benämningen "mezzanine finance" förekommer också för denna typ av finansiering.

⁵ Se vidare stycke 3.2.3 för en diskussion kring begreppet signalering.

och icke redovisningsbaserade villkor och en förståelse för hur olika typer av villkor samverkar är önskvärd. Citron, Robbie & Wright (1997) menar också att studier av relationen mellan en bank och ett företag ur ett agentteoretiskt perspektiv är viktigt då förståelsen för relationen mellan bank och företag på så sätt kan utvidgas. Singh (1993) efterfrågar studier som kan leda till en bättre förståelse av beslutsfattande i samband med omstruktureringar av företag vilket ofta är fallet i samband med högt belånade företagsförvärv. Avhandlingens inomvetenskapliga relevans kan därför ses i skenet av ovanstående forskares reflektioner och förslag till vidare forskning. Vidare har inga avhandlingar, litteratur eller artiklar identifierats som specifikt behandlar svenska specialavdelningars villkor vid högt belånade företagsförvärv vilket ytterligare poängterar studiens inomvetenskapliga relevans.⁶

1.2.3 Avhandlingens utomvetenskapliga relevans

Den ökande användningen av olika finansieringsformer i samband med företagsförvärv och andra stora investeringar bör leda till ett ökat intresse för förståelse av hur olika finansieringsformer utformas. Specialiserade enheter vid svenska banker som enbart sysslar med finansiering i samband med företagsförvärv har på senare år vuxit fram. Olika finansieringsformer ställer krav på finansiärer att på ett systematiskt sätt hantera den information som finns om låntagaren när beslut fattas om hur en finansiering skall utformas.

Den europeiska monetära unionen, EMU, som sedan den 1 januari 1999 använder euron som gemensam valuta kan komma att medföra en ökad användning av olika finansieringsformer i samband med företagsförvärv. En ökad medvetenhet om hur banker resonerar i samband med utformningen av villkor i låneavtal är därför av intresse för företag som står inför beslut om finansiering av ett företagsförvärv.

I finasteoretisk litteratur är analyser och diskussioner om ett företags optimala skuldsättning vanligt förekommande. Finansteori ligger även till grund för modeller där ett företags värde beräknas utifrån ett framtida kassaflöde. En diskontering av kassaflödet sker med en vägd kapitalkostnad där det externa samt egna kapitalets andel av det totala kapitalet utgör vikterna. På senare tid har även företagsvärderingsmodeller, där kostnaden för det externa kapitalet uttrycks mer explicit diskuterats. I sådana modeller är kostnaden för det externa kapitalet mer detaljerad då större hänsyn tas till olika finansieringsformer och den kostnad som är förknippade med dem. Genom att applicera agentteori på relationen mellan en banks finansiering av ett företagsförvärv kan dessa kostnader belysas ur ett nytt perspektiv som

⁶ Ett examensarbete vid Uppsala universitet, Jansson & Karlsson (1992) behandlar bankens kreditkontroll och specialfallet MBO. Uppsatsen fokuserar på bankens initiala kreditanalys och till viss del på bankens uppföljande kredithantering. Villkor i låneavtal behandlas endast implicit och marginellt. Vid tidpunkten för uppsatsen fanns inga formella svenska specialiserade bank avdelningar för kreditgivning till högt belånade företagsförvärv även om en av slutsatserna är att en sådan specialisering, framförallt mot större krediter, är trolig.

kan underlätta en förståelse för kapitalkostnader. En ökad förståelse för villkor i låneavtal och hur de påverkar företagen, i samband med företagsförvärv, kan därför bidra till en utveckling av företagsvärderingsmodeller.

1.2.4 Avhandlingens disposition

Avhandlingen är indelad i fyra delar:

Del I – Inledning och metod

Kapitel 2. Metod: avhandlingens metod diskuteras där det framgår att avhandlingen kännetecknas av ett systemsynsätt och att relationen bank-företag och lånevillkors funktion och utformning betraktas ur ett agentteoretiskt perspektiv. Vidare redogörs för forskningsprocessen och avhandlingens empiri

Del II - Teoretisk referensram

I den teoretiska referensramen specificeras avhandlingens agentteoretiska perspektiv med en genomgång av agentteori, skuldsättningsteori, riskteori och styrteori.

Kapitel 3. Agentteori: här redovisas agentteori och de delar som är grunden för avhandlingens agentteoretiska perspektiv, dvs. vilken roll risk, övervakning och styrning spelar i teorin.

Kapitel 4. Skuldsättning och uppdragsrelaterade kostnader: kapitlet utgör en fördjupning av det agentteoretiska perspektivet genom att skuldsättningens roll i relationen bank-företag diskuteras.

Kapitel 5. Riskuppfattning och hantering av risk: kapitlet är en genomgång av begreppet risk med betoning på den forskning och modeller som beskriver beslutsfattares riskhantering vilket relateras till villkors roll i relationen bank-företag.

Kapitel 6. Övervakning och styrning: kapitlet omfattar definition av begreppet övervakning och styrning. Förutsättningarna för i vilka situationer övervakning och styrning är eftersträvan svårt diskuteras samt vilka förutsättningarna som måste finnas för att styrning skall kunna anses föreligga. Villkor i låneavtal och dess roll i relationen bank-företag diskuteras.

Del III - Intervjuer

Kapitel 7. Intervjuer vid specialiserade bankavdelningar: kapitlet återger intervjuer med fem personer som genomförts i samband med tre besök vid svenska bankavdelningar specialiserade på finansiering av högt belånade företagsförvärv och upprättandet av villkor i låneavtal.

Del IV - Analyser och slutsatser

Kapitel 8. Sammanfattande analys och slutsatser: med utgångspunkt i den teoretiska referensramen i avhandlingens del II och intervjuerna i del III diskuteras vilka typer av lånevillkor som förekommer vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv samt lånevillkors funktion och utformningen.

Kapitel 9. Reflektioner och förslag till vidare forskning: i kapitlet görs några reflektioner kring avhandlingens analys, slutsatser och metod. Avhandlingens avslutas med förslag till vidare forskning.

2 METOD

Kapitlet innehåller en inledande diskussion där sambandet mellan vetenskapsteori och metod beskrivs. Avhandlingens metod och tillvägagångssätt diskuteras. Forskningsprocessen, validitet, reliabilitet och generaliserbarhet samt de val som gjorts diskuteras.

2.1 Vetenskapsteori och metod

En distinktion som ofta görs i vetenskapsteoretisk litteratur är den mellan positivism och hermeneutik. Positivism beskrivs som vetenskapsteori där vetenskaplig kunskap utgörs av teorier som innehåller termer som refererar till mätbara företeelser och satser som anger relationer mellan dessa företeelser (Hartman, 1998). Förklaringar skall kunna ges i termer av orsak-verkan och kunskapen skall kunna uttryckas i lagbundenheter. Forskaren skall vara objektiv och inte låta sig påverkas av utomvetenskapliga värderingar. Uppskattningar och bedömningar skall ersättas av mätningar.

Hermeneutiken strävar efter förståelse för människans livsvärld, som Hartman (1998) uttrycker det. Tanken är att varje människa uppfattar omgivningen och sig själva på ett speciellt sätt genom att knyta särskilda meningar till företeelser runt omkring. Kunskap om denna livsvärld eller verklighet fås inte genom mätning utan genom tolkning av människors beteende och genom försök att leva sig in i deras föreställningar om verkligheten. Kunskapen kallas därför ofta för förståelse. Intresset ligger därför inte i hur världen verkligen är utan hur den uppfattas, eller rättare sagt, tolkas. En hermeneutisk teori innehåller inga termer som pekar ut observerbara företeelser eller teoretiska termer som är operationaliserbara. Termer skall beskriva människors livsvärld genom den mening de knyter till olika företeelser i den föreställda verkligheten.

En viktig skillnad mellan positivism och hermeneutik är således vad det är för verklighet som beskrivs. En objektiv verklighet oberoende av människan eller en subjektiv verklighet beroende av människan. Positivism och hermeneutik har även likheter. Båda accepterar att kunskap är något som kräver rättfärdigande, även om de söker kunskap om olika saker och sättet att rättfärdiga sker på olika sätt. Båda vill utveckla teorier även om teorierna ser olika ut och båda vill göra undersökningar som skall ligga till grund för teorierna även om metoderna inte är desamma.

2.1.1 Metodteori

Metodteori för fram allmänna regler om hur vetenskapliga undersökningar skall genomföras. Metodteori kan delas upp i kvantitativ och kvalitativ metodteori. Kvantitativ metodteori knyter an till positivismen medan kvalitativ metodteori har

sin grund i hermeneutik (Hartman, 1998). Kvantitativa metoder har att göra med mängder, hur mycket det finns av något, vilka kvantiteterna är. En förutsättning för detta är att en klassificering finns. Kvantitativa metoder delar upp världen i olika klasser och ställer kvantitativa frågor om dessa klasser. En kvantitativ metod beskriver ett fenomen utbredning. Kvantitativa frågor är numeriska vilket ger att de egenskaper man mäter skall vara numeriska. Det skall på något sätt vara möjligt att bestämma egenskapen. Hartman (1998) menar att kvantitativa undersökningar:

”karakteriseras av att man undersöker den numeriska relationen mellan två eller flera mätbara egenskaper”.

Kvalitativa undersökningar betecknar undersökningar av olika slag där intresset ligger på någots beskaffenhet och egenskaper. Alla undersökningar som klassificerar efter egenskap men som inte kvantifierar i termer av hur mycket eller hur många tillhör, med den definitionen, denna typ av undersökningar (Hartman, 1998). Endast en klassificering av egenskaper räcker inte för att det skall vara en kvalitativ undersökning. Kvalitativa undersökningar har människans livsvärld som undersökningsobjekt och den mening de knyter till sig själva och sin situation. Denna mening kan däremot inte undersökas genom observation. Kunskap om denna mening fås genom tolkning av det som observeras. Hartman (1998) menar att kvalitativa undersökningar:

”karakteriseras av att man försöker nå förståelse för livsvärlden hos en individ eller grupp individer”.

Kvantitativa undersökningar söker således den numeriska relationen mellan isolerade egenskaper i en objektiv verklighet medan kvalitativa undersökningar inte är ute efter kvantifiering utan en förståelse för den verklighet människor lever i. Skillnaden mellan kvantitativa och kvalitativa undersökningar är tydlig med dessa definitioner och en direkt koppling finns till de grundläggande föreställningarna om verklighetens beskaffenhet.

Yin (1989) refererar till den debatt som förs kring huruvida kvalitativa och kvantitativa studier kan kombineras eller ej. Yin (1989) menar att debatten visar att en tydlig skillnad mellan kvantitativa och kvalitativa metoder, och samhörigheten med vetenskapsteoretiska utgångspunkter, är omtvistad och att det med fördel går att kombinera kvantitativa och kvalitativa undersökningar i en och samma studie. Argument för att kvantitativa och kvalitativa metoder kan kombineras utgår mer från att problemet eller syftet med en undersökning styr valet av metod snarare än grundläggande föreställningar om verklighetens beskaffenhet. Avgörande för metodval är därför syftet med undersökningen och de resultat eller kunskap som metoderna leder fram till.

Metoder kan betraktas som olika men jämbördiga sätt att ta itu med samhällsvetenskapliga frågor. Olika metoderna har sina starka och svaga sidor. Det viktiga är att metodval stämmer överens med den frågeställning som forskaren arbetar med (Holme & Solvang, 1997). Metoderna är arbetsredskap som i olika grad använder sig av diverse metodiska principer: analytiska principer, systemprinciper och aktörsprinciper. Metodansats är ett strategiskt val med utgångspunkt i problemställning, resurser och forskningserfarenhet snarare än en följd av grundläggande föreställningar om verkligheten. Vissa förhållanden passar bäst för en kvantitativ metod och andra för en kvalitativ metod.

Arbnor & Bjerke (1994) menar att val av metod inte endast är beroende av det problem som är för handen utan problemformuleringen hänger samman med de grundläggande föreställningar som kunskaparen, omedvetet eller medvetet, bär med sig. Arbnor & Bjerke (1994) introducerar termen metodsynsätt som har en dubbel relation genom att inbegripa grundläggande föreställningar om verkligheten och ge former för ett mer konkret tillvägagångssätt. Arbnor & Bjerke (1994) lägger sig därmed mellan uppfattningen att metoder följer direkt av den vetenskapsteoretiska utgångspunkten och uppfattningen att problemet styr metodval. Metodval är beroende av både föreställningar om verkligheten och problemformuleringen. Arbnor & Bjerke (1994) identifierar tre metodsynsätt som existerar sida vid sida i ämnet företagsekonomi: analytiskt synsätt, systemsynsätt och aktörssynsätt. Metodsynsätten är i det närmaste att likna vid Holme & Solvangs (1997) metodiska principer med skillnaden att de också är länken mellan vetenskapsteori och metod.

Synen på verkligheten är, enligt Arbnor & Bjerke (1994), i det analytiska synsättet att helheten är lika med summan av delarna och att kunskap är individberoende. Verkligheten är objektiv och kan förklaras med entydiga orsak-verkan samband. Delarna förklaras med verifierade omdömen. Med ett systemsynsätt antogs verkligheten vara objektivt tillgänglig och möjlig att beskriva som uppbyggd av komponenter som i många fall är ömsesidigt beroende av varandra och därför inte kan summeras för att nå helheten. Verkligheten betraktas som bestående av finalitets-samband där det, till skillnad från det analytiska synsättet kausala samband, kan finna flera orsaker till en verkan. Vidare kan en orsak ha flera olika utgångar. Ett systemsynsätt innebär en strävan att kartlägga finalitetssamband och de krafter som påverkar systemet. Sambanden är inte lika strikta som ett orsak-verkan samband. Aktörssynsättet skiljer sig markant från de två övriga synsätten. Verkligheten betraktas som en subjektiv konstruktion och inte objektiv och oberoende av individer. Helheten ses som strukturer av innebörder, vilka socialt konstrueras. Kunskap blir individberoende och helheten förstås utifrån aktörernas verklighetsbilder.

2.2 Avhandlingens metod

Arbnor & Bjerke (1994) definierar systemanalys som ett modellbyggande av befintliga reella system bestående av komponenter med avsikt att beskriva, förklara och förstå dem. Systemanalysens syfte är enligt Churchman (1968) att ange vad hela systemet är, i vilken miljö det verkar, vilka mål det har och hur dessa främjas av de olika delarnas aktiviteter. Ett system består av ett antal komponenter som har samordnats för att uppnå en viss uppsättning av mål.

När en bank beviljar en kredit uppstår en kontraktuell relation mellan banken och företaget som kan betraktas som ett system. Lånevillkorens roll i relationen eller systemet bank-företag kan sättas i samband med övriga komponenter i systemet. Dessa komponenter är exempelvis banken, företaget, och parternas riskuppfattning. Parternas målsättningar med relationen samt resurser är också viktiga delar. Avhandlingens metodsynsätt kan ur den aspekten närmast betecknas som ett systemsynsätt.⁷ Analysen och beskrivningen av typer av villkor, villkorens funktion och utformning görs också ur ett agentteoretiskt perspektiv som i sig är ett uttryck för ett systemtänkande. Ingen strävan finns heller att på något sätt kvantifiera sambanden eller komponenterna. Förståelsen i studien är dock i positivistisk anda i den bemärkelsen att modeller används för att beskriva och förklara, dvs. ge förståelse. Förståelsen nås genom att beskrivningar och förklaringar tolkas utifrån en referensram och sätts i ett sammanhang, snarare än att individers eller en grupp individers subjektiva verklighet skall förstås, vilket avgränsar avhandlingens metodsynsätt från att vara utpräglat analytiskt eller aktörsinriktat.

2.2.1 Fallstudie

Ett systemsynsätt innebär att verkligheten betraktas som bestående av system vilket innebär beroendeförhållanden och delvis unika fall (Arbnor & Bjerke, 1994). Begreppet representativitet äger i strikt statistisk mening ingen betydelse i en avhandling med ett systemsynsätt. De fall som studeras, systemen, väljs inte efter principen att de skall vara representativa för en större helhet. De kan dock vara representativa för en viss typ av system. Det normala är därför att arbeta med fallstudier.

En fallstudie är en undersökning av en specifik företeelse, en händelse, ett skeende eller liknande. Merriam (1994) menar att avgörande för val av en fallstudieansats är vilken typ av frågor som ställs, vilken grad av kontroll som finns och vad slutresultatet är tänkt att bli. Ytterligare en avgörande faktor är att det finns ett identifierat avgränsat system som är fokus för undersökningen.

Fallstudier kan göras som förstudie till annan forskning, för att exemplifiera eller för att utveckla begrepp och metodik men kan även ge mer generell kunskap.

⁷ I stycke 3.4 ges en bild av den studerade relationen beskrivet som ett system.

Yin (1989) menar att fallstudie är lämplig när:

- *frågor som hur och varför skall besvaras*
- *studien inriktas på ett nutida fenomen*
- *forskaren har begränsad möjlighet att påverka eller styra det studerade fenomenet*
- *syftet är att testa en eller flera hypoteser som är uppställda från en teoretisk referensram*

Avhandlingens syfte kan sägas uppfylla de tre första kriterierna för när en fallstudie kan anses vara lämplig som ansats. Det fjärde kriteriet uppfylls delvis. Den teoretiska referensramen används på ett mindre strikt sätt än den situation Yin (1989) nämner ovan. Den används för att specificera vilka delar av agentteorin som används för att belysa relationen bank-företag och lånevillkors funktion och utformning. Inga hypoteser ställs dock upp i avhandlingen i strikt positivistisk anda. Syftet är även att undersöka *typer* av lånevillkor som används. En mer kvantitativ studie, i form av survey med ett stort antal respondenter, skulle passa bättre för att uppfylla det delsyftet. Övriga syften kan dock sägas vara av den art att de bättre uppfylls med den valda metoden.

Yin (1989) menar vidare att metoden lämpar sig när forskaren inte har någon möjlighet att kontrollera det studerade fenomenet. Kontroll över det studerade fenomenet krävs i de fall en experimentell studie skall genomföras och där orsak-verkan skall kartläggas. Med ett systemsynsätt där en beskrivning eller förklaring, och inte förutsägelser som baseras på kausala samband, eftersträvas blir angreppssättet mer deskriptivt, eller icke-experimentellt.

Merriam (1994) menar att en fallstudie har följande fyra egenskaper, de är partikularistiska, deskriptiva, heuristiska och induktiva. Partikularistisk innebär att fallstudien fokuserar på en viss situation, händelse, företeelse eller person. Slutprodukten av en fallstudie är deskriptiv i den mening att beskrivningen av den studerade företeelsen är omfattande och djup. Att en fallstudie är heuristisk innebär att den kan förbättra förståelsen för den företeelse som studeras. Nya innebörder kan skapas eller bekräfta det man redan visste eller trodde sig veta. Induktiv betyder att fallstudien grundar sig på induktiva resonemang. Generaliseringar, begrepp och hypoteser uppstår ur den information som finns tillgänglig. Ibland kan en tentativ arbetshypotes användas som omformuleras eller förändras under undersökningens gång. Upptäckten av nya relationer och begrepp samt ny förståelse, snarare än verifiering av på förhand specificerade hypoteser, är utmärkande för kvalitativa fallundersökningar.

2.2.2 Validitet

All forskning oavsett metodsynsätt och metod syftar till att producera resultat som är giltiga och hållbara. Validitet och reliabilitet är frågor som rör de begrepp som används i en studie och hur data samlats in, analyserats och tolkats.

Inre validitet handlar om frågan om en studies resultat fångar och stämmer överens med den verklighet som studeras (Merriam, 1994). Yin (1989) menar att intern validitet i första hand avser kausala och förklarande studier och huruvida antaganden om kausaliteter är korrekta eller ej. Intern validitet kan sättas i ett större sammanhang av inferens, dvs. att dra slutsatser om en händelse baserat på en delmängd av informationen avseende händelsen. Den föreliggande avhandlingen har ett systemsynsätt och en utformning som inte innebär en kartläggning eller analys av kausala samband varför Yins (1989) definition av inre validitet inte är tillämplig. Norén (1990) anser att begreppet inre validitet kan tillämpas på fallstudier som inte avser att förklara kausala samband och väljer, likt Merriam (1994), att betrakta validitet som ett bredare begrepp som avser huruvida metoder som används medför att det som undersöks är det som avses att undersökas. Merriam (1994) menar att den inre validiteten i fallstudier kan säkerställas genom:

- *triangulering*
- *observationer under en längre tid eller genom upprepade observationer*
- *deltagarkontroll*
- *horisontell granskning*
- *deltagande tillvägagångssätt*
- *klargörande av skevheter*

Triangulering och *observationer* diskuteras nedan i stycke 2.2.5. *Deltagarkontroll* innebär att personer som deltagit i en studie får tillgång till beskrivningar och därefter kan ta ställning till innehållet. Det kan sägas vara fallet i föreliggande studie där de intervjuade fått tillgång till och kommenterat sammandrag av de intervjuer som genomförts och som ligger till grund för kapitel 7, se vidare stycke 2.3.4 nedan.

Horisontell granskning innebär enligt Merriam (1994) att en studie utsätts för granskning och kritik av kollegor. Utkast till avhandlingen har löpande under fyra års tid behandlats vid två eller flera tillfällen per år i samband med vetenskapliga seminarier. Vid seminarierna har idéer, texter och tillvägagångssätt kommenterats av forskarkollegor och handledare.

Deltagande tillvägagångssätt i forskningen avser att de personer som studeras deltar i alla skeden av forskningen från begreppsbildningen till utformning av slutrapporten. Ett sådant tillvägagångssätt har inte tillämpas i föreliggande studie.

Klargörande av skevheter innebär att utgångspunkter, underliggande antaganden, världsbild och teoretiska perspektiv redogörs vilket sker i avhandlingens Del II där den teoretiska referensramen i kapitel 3-6 redogör för det perspektiv ur vilket relationen bank – företag betraktas och villkoren i låneavtal analyseras. I syfte att öka den inre validiteten har också ett antal val gjorts under forskningsprocessen som redovisas i stycke 2.3.

2.2.3 Reliabilitet

Reliabilitet handlar om i vilken utsträckning resultat av en studie kan upprepas (Norén, 1990). Norén (1990) menar att två saker är viktiga för reliabiliteten i en fallstudie. För det första skall fallstudien beskrivas utförligt och för det andra skall omständigheter som kan påverka resultatet redogöras. För att öka reliabiliteten poängterar Merriam (1994) att reliabilitet och inre validitet i kvalitativa studier är oupplösligt förknippade med varandra och menar att en inre validitet medför reliabilitet. Forskarens metod i form av antaganden och val som gjorts skall beskrivas så att andra forskare skall kunna upprepa eller replikera en studie (Merriam, 1994). Detta sker i stycke 2.3 där avhandlingens tillvägagångssätt beskrivs. Vidare beskrivs och diskuteras avhandlingens empiri i stycke 2.2.5 och 2.2.6. Fågeformuläret som används i samband med intervjuerna återfinns i bilaga 2.

2.2.4 Generaliserbarhet

Generaliserbarhet eller extern validitet innebär den utsträckning i vilken resultaten från en studie är tillämpliga i andra situationer än den undersökta. En generalisering i statistisk mening från en kvalitativ studie som denna där urvalet är ändamålsenligt, jämfört med en kvantitativ studie där urvalet är slumpmässigt, är inte meningsfullt. Ett ändamålsenligt urval och en kvalitativ metod görs därför att en bestämd situation eller händelse skall studeras och inte för att urvalet skall vara sådant att det är representativt för många eller alla undersökningsenheter.

Den här avhandlingen behandlar de lånevillkor banken ställer upp i låneavtal vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv och omfattar intervjuer på olika svenska specialiserade bankavdelningar, se vidare stycke 2.3.2, 2.3.3 och stycke 2.3.4. En generalisering till andra situationer eller händelser är inte det primära syftet. Vid tillfället för intervjuerna identifierades tre specialiserade avdelningar vid svenska banker som alla är en del av avhandlingens empiri. En generalisering av avhandlingens resultat föreligger därför när det gäller svenska specialiserade avdelningar.

Norén (1990) talar om systemteoretisk generalisering som innebär att kartlägga system och mekanismer i ett fall och sedan generalisera till andra miljöer. Med ett systemsynsätt kan en generalisering uppnås genom analys av ett system och samband av systemkaraktär. Föreliggande avhandlings metod är ett uttryck för ett sys-

temsynsätt. En generalisering till andra liknande system i form av specialiserade bankavdelningar utanför Sverige och villkor i låneavtal vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv bör kunna göras eftersom avhandlingens teoretiska referensram till stora delar bygger på litteratur och teorier som inte är specifika för Sverige och därmed kan tillämpas vid studier som inte specifikt avser svenska förhållanden. Andra specialiserade avdelningar kan också tänkas arbeta på ett sätt som liknar de svenska avdelningarnas arbete samt ha kunder som liknar de svenska bankavdelningarnas varför en generalisering av den orsaken kan tänkas vara möjlig.

En generalisering skulle också kunna vara tänkbar till andra delar av de svenska bankerna, utanför de specialiserade avdelningarna, som ger krediter till högt belånade företagsförvärv. Sådana krediter omfattar dock krediter av mindre belopp till mindre företag och hanteras till stor del av personal som inte är specialiserade på kreditgivning till högt belånade företagsförvärv. En generalisering till bankerna, utanför specialavdelningarna, kan av den anledningen vara svår då en annan kompetens kan medföra ett annat sätt att resonera. Vidare medför mindre krediter ett mindre resursutrymme för bankens initiala kreditanalys och efterföljande kredithantering. Mindre krediter medför också mindre företag vilket gör att även låntagarna utgörs av en annan kategori. Sammantaget medför dessa skillnader att en generalisering till andra delar av banken kan vara mindre giltig.

2.2.5 Datakällor och triangulering i kvalitativa studier

Merriam (1994) menar att de grundläggande sätten att samla in information under en fallstudie är ⁸:

- *intervjuer*
- *observationer*
- *dokument.*

Intervjuer kan ha en mycket fast struktur och i det närmaste likna en enkät men kan också vara mycket öppna och samtalsliknande till sin karaktär. I en strukturerad intervju bestäms i förväg vilka frågorna skall vara och i vilken ordning de ska komma. Merriam (1994) menar att den mest strukturerade och schematiserade formen av intervju är en muntlig version av en skriftlig surveyintervju och används när kvantifieringen av resultatet är viktigt eller när hypoteser skall prövas. Ostrukturerade intervjuer är användbara om forskaren inte vet tillräckligt mycket om en företeelse för att kunna ställa relevanta frågor. Intervjun blir i det fallet av explorativ karaktär.

⁸ Yin (1989) nämner även andra typer av empiriskt material såsom arkivdokument, deltagande observationer fysiska saker/redskap. Dessa kan betraktas som undergrupper till datakällorna dokument repektiva direkta observationer.

Observationer skiljer sig från intervjuer genom att observationer är datainsamling som sker ”på plats, ute på fältet” som Merriam (1994) uttrycker det. Vidare innebär observationer direkt erfarenhet medan intervjuer är andrahandsinformation. Observationer kan användas i vetenskapliga sammanhang om de har ett uttalat forskningssyfte, är planerade, registreras systematiskt och är underkastade kontroll. Problem med observationer är att forskaren både är deltagare och observatör. En observatör både påverkar och blir påverkad av miljön vilket kan leda till en förvrängning av informationen. Trots det är observationen enligt Merriam kanske den viktigaste formen av datainsamling under en fallstudie (Merriam, 1994).

Dokument utgörs i huvudsak av skriftliga källor och är vanligtvis producerade av andra skäl än för att utgöra underlag för forskning. Informationen i dokument skiljer sig därmed från information som insamlas vid intervjuer och observationer på det viset att både intervjuer och observationer kan påverka den information som insamlas. Att använda dokument ställer krav på forskaren som bör ställa sig frågan huruvida informationen är relevant för den frågeställning som studeras och om informationen är tillgänglig på ett praktiskt och systematiskt sätt. I och med att informationen inte framställs i ett forskningssyfte kan också informationen i olika dokument vara svårtolkad (Merriam, 1994).

Triangulering medför att tillförlitligheten i ett material kan förbättras (Jensen, 1995). Fyra typer av triangulering; data-, forskar- teori- och metodtriangulering beskrivs (Denzin, 1970). Datatriangulering innebär att materialet består av data insamlat från olika källor eventuellt vid olika tidpunkter. Forskartriangulering innebär att flera forskare deltar vid insamlingen av data. Användningen av flera teoretiska perspektiv vid analys av data betecknas som teoretisk triangulering och metodtriangulering betyder att olika metoder används. Jensen (1995) menar dock att triangulering inte alltid ökar tillförlitligheten i ett material av två skäl. För det första är inte alltid teorier bakom olika metoder så klara att de ger omedelbara svar vid en analys av data. För det andra är datainsamlingsmetoderna inte alltid så välutvecklade att de på förhand står klart vad bidraget från de olika metoderna är. Resultatet av triangulering kan därmed bli diffust och det kan vara svårt att avgöra huruvida resultaten av triangulering pekar i samma riktning eller ej.

Yin (1989) menar att användningen av endast en datakälla ofta har varit och är grunden för många studier men att det inte är att rekommendera för fallstudier. Yin (1989) förordar användandet av flera olika källor. En studie där flera datakällor används uppfattas som mer övertygande om resultaten pekar i samma riktning. Yin (1989) påpekar dock att stora krav ställs på den forskare som väljer att använda flera källor eftersom varje enskild datainsamlingsteknik kräver en specifik kompetens. Poängen med att använda olika datakällor kan därför helt gå förlorad om forskaren inte behärskar de former av datainsamlingstekniker som används. Kompetensen

och kunnandet hos forskaren att använda olika former av datakällor är därför viktig. Yin (1989) betonar dock att datatriangulering är en av fallstudiens fördelar och bör användas om möjligheten finns.

Jensen (1995) anser att triangulering inte bör betraktas som lösningen på den kvalitativa metodens problem avseende tillförlitlighet och menar att triangulering visserligen stärker tilltron till forskningsresultatet men att forskning med bristande triangulering inte kan förkastas och citerar Bloor (1983):

”det är svårt att se varför man skulle förkasta resultat som är en produkt av uppenbart adekvata metoder bara därför att de inte är triangulerade med andra resultat som är framkomna av uppenbart inadekvata metoder”.

2.2.6 Avhandlingens empiri i form av besök vid specialiserade bankavdelningar

I föreliggande avhandling har samma undersökare och metod använts. Teorierna som ligger till grund för den teoretiska referensramen utgör tillsammans det perspektiv ur vilket relationen bank – företag och villkor i låneavtal betraktas. En fördjupning och fokusering av agentteori sker med hjälp av specifik teori avseende skuldsättning, riskuppfattning och riskhantering samt teori avseende övervakning och styrning. Endast ett perspektiv används dock varför en utpräglad teoritriangulering inte är fallet. Att en fallstudie endast omfattar en undersökare, en metod och en teori eller teoriområde torde vara vanligt när det gäller kvalitativa studier vilket, som påpekats, även gäller denna studie. Fallstudier där datatriangulering används är dock vanligt i studier som görs med ett systemsynsätt (Arbnor & Bjerke, 1994). Nedan behandlas den utsträckning i vilken de tre datakällorna, intervjuer, dokument och direkta observationer används i avhandlingen samt motiveringar till varför en fokusering skett på besök vid specialiserade avdelningar och intervjuer som datakälla snarare än dokument och direkta observationer.

Det empiriska materialet i föreliggande avhandling utgörs av *besök* vid bankavdelningar specialiserade på kreditgivning till högt belånade företagsförvärv vid tre olika svenska banker. Vid besöken har *intervjuer* genomförts med sammanlagt fem personer.⁹ En *mall* till *låneavtal* som används vid en av avdelningarna har funnits tillgänglig för genomläsning. Vid ett annat av besöken fanns ett *låneavtal* tillgängligt men avtalet är inte en direkt del av det empiriska materialet då avtalet endast fungerade som stöd för en av de intervjuade i samband med att olika frågor diskuterades.

⁹ Se stycke 2.3.2, 2.3.3 och 2.3.4 där urvalet av specialavdelningar och intervjupersoner diskuteras. En *telefonintervju* har genomförts med en representant för en fjärde svensk bank som saknar en specialiserad avdelning för kreditgivning till högt belånade företagsförvärv. Den intervjun utgör dock inte en del av empirin som övriga intervjuer utan tjänade som underlag för att kartlägga vilka specialiserade bankavdelningar som fanns vid tidpunkten för intervjuerna.

Intervjuerna som genomförts i samband med besöken är strukturerade på det viset att färdiga frågor funnits formulerade och som använts vid alla tre besöken, se bilaga 2. Syftet med en delvis strukturerad intervju är att inhämta en viss information från alla respondenter samtidigt som det ger utrymme för respondenten att formulera egna svar och även att ge intervjuaren möjlighet att ställa följdfrågor. Inte alla frågor har använts vid de tre besöken då vissa svar som givits omfattar fler än en fråga. I bilaga 2 finns inte de spontana följdfrågor med som ställdes i samband med besöken.

Intervjuer som datakälla medför alltid att de intervjuade dels påverkas av den som genomför intervjun dels väljer att svara på frågor på ett sätt som anses vara lämpligt under rådande förhållanden och därför inte speglar ett verkligt agerande. De intervjuade personerna kontaktades initialt via telefon där avhandlingen och syftet med intervjuerna presenterades. Specifikt förklarades att intervjuerna inte har som syfte att visa på likheter och skillnader i de olika avdelningarnas sätt att resonera utan att syftet är att ge en sammantagen generell bild av hur svenska specialiserade bankavdelningar resonerar kring villkor vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv. De intervjuade informerades om att intervjuerna i avhandlingen presenteras så att det inte framgår vem eller vilken avdelning som sagt vad. Ett förfarande, där enskilda intervjupersoner eller avdelningar inte särskiljs, har som syfte att göra de intervjuade mer öppna i sina svar än de möjligen skulle vara om de visste att svaren skulle kunna hänföras till en specifik person eller avdelning.

Besöken utgörs vidare av en blandning av två intervjuer med enskilda personer och en gruppintervju med tre personer.¹⁰ Intervjuer med enskilda personer ger de intervjuade möjlighet att tala fritt utan påverkan av andra personer medan en gruppintervju ger möjlighet till interaktion mellan de intervjuade personerna som kan resultera i information som inte framkommer vid intervjuer med enskilda personer (Jensen, 1995). Jensen (1995) menar därför att en sådan blandning kan vara en fördel jämfört med studier där enbart den ena formen av intervju används. Genom användandet av en frågeguide under intervjuerna samt att de intervjuade i förväg fått ta del av en översiktlig sammanställning av frågeguidens innehåll har en fokusering skett på den information som ansetts vara mest relevant.

När det gäller reliabiliteten bör det också påpekas att alla tre avdelningarna i olika grad är under uppbyggnad varför framtida intervjuer kan medföra annolunda svar framförallt till följd av en uppbyggnad av erfarenhet och kompetens som kontinuerligt sker vid varje enskild kredit men även till följd av förändringar i marknaden och marknadens krav på innehållet i krediter till högt belånade företagsförvärv.

¹⁰ Se vidare stycket 2.3.4 där val av intervjupersoner och genomförande av intervjuer beskrivs.

Nya insikter kan uppstå och ny information kan komma fram i samband med besöken. Detta är mycket viktigt då besöken vid specialiserade bankavdelningar bidrar till avhandlingen genom att komplettera den information som ges i den teoretiska referensramen med en generell bild av hur en svensk specialavdelning för förvärvsfinansiering resonerar kring lånevillkor i samband med högt belånade företagsförvärv. Avdelningarnas bedömningar och uppfattningar i olika frågor är en viktig del av avhandlingen och tillhör den typ av information som inte alltid dokumenteras. Intervjuer i samband med besök vid avdelningarna har därför bedömts vara mer lämpad som datakälla jämfört med studier av dokument.

Direkta observationer skulle kunna utgöras av deltagande i överläggningar och diskussioner mellan banken och företaget. Sådana observationer skulle med största sannolikhet ge ytterligare information av värde för avhandlingen. Sådana tillfällen är dock förenade med hög sekretess varför inga sådana direkta observationer genomförts.

Dokument utgör, som framgår ovan, inte en del av det empiriska materialet annat än marginellt. Information rörande enskilda krediter är mycket känslig information som också skyddas av banksekretessen vilket till stor del förklarar svårigheterna som funnits när det gäller tillgång till dokument i form av verkliga avtal. De intervjuade utgörs av seniora medarbetare på avdelningar som generellt sett består av endast ett fåtal medarbetare. Antalet transaktioner per år och avdelning är relativt få. Problem med att enbart förlita sig på intervjuer och de intervjuades återgivning av avtal och villkor i generella termer snarare än studier av dokument bör därför vara liten. De relativt få medarbetarna per avdelning talar också för att arbetssätt, rutiner och policies inte i första hand förmedlas via skriftliga dokument utan sker mellan medarbetarna på annat sätt. Terminologin är påverkad av utländska standardiserade termer. Det bör också påpekas att de få specialiserade avdelningarna i Sverige till viss del är relaterade till varandra genom deltagande i syndikerade krediter och delvis gemensam kundbas vilket bör innebära en gemensam förståelse för terminologi som torde minska behovet av verifiering av information som framkommer i intervjuer via dokument.

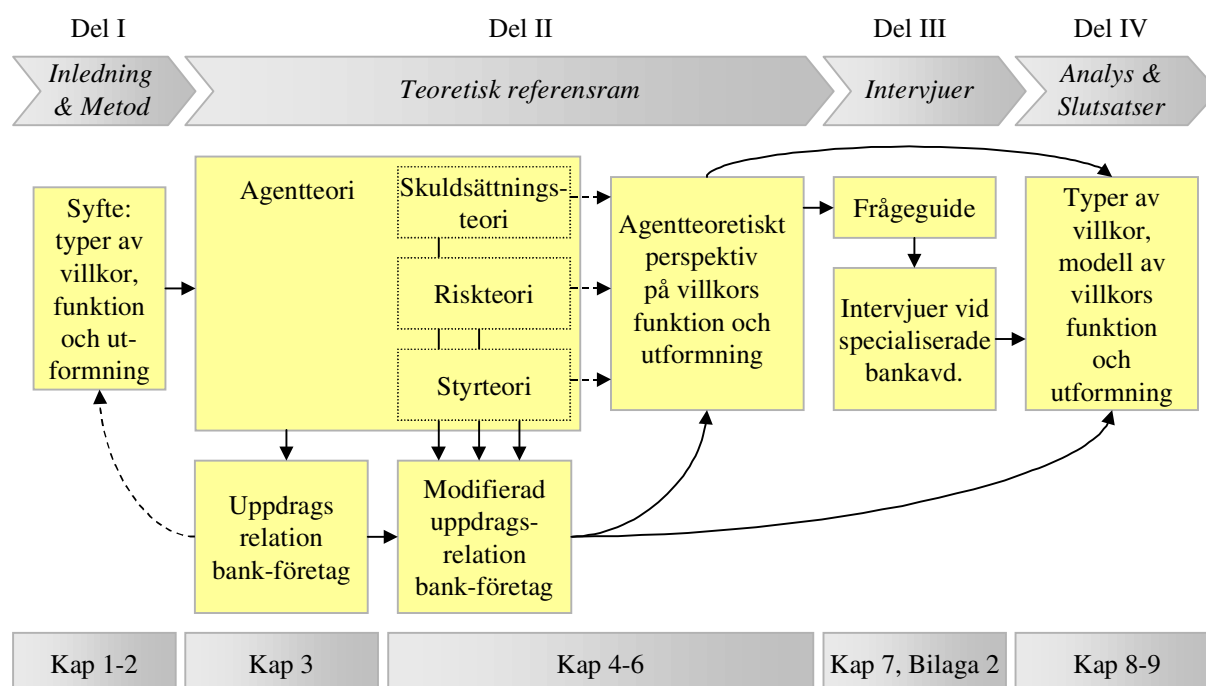
I föreliggande avhandling utgörs datakällorna av intervjuer i samband med besök vid specialavdelningar för kreditgivning till högt belånade företagsförvärv och i viss mån av dokument i form av låneavtal. Med Merriams (1994) terminologi kan därför empirin sägas utgöras av ”*fältarbete*” eller ”*fältundersökningar*” som betecknar en kombination av intervjuer, observationer och i viss mån analys av dokument även om inga direkta observationer genomförts.

2.3 Forskningsprocessen, datainsamling och säkerställande av kvalitet

Avhandlingen kan sägas karaktäriseras av heuristiska, induktiva men även deduktiva inslag. Tillvägagångssättet i avhandlingen att m.h.a. en teoretisk referensram belysa relationen bank – företag, typer av villkor och lånevillkors funktion och utformning ur ett agentteoretiskt perspektiv har karaktären av deduktion. Analysen och slutsatserna baseras på den förståelse som hämtas ur den teoretiska referensramen men även på ny information som framkommer i intervjuerna vilket har inslag av induktion. Alvesson & Skoldberg (1994) betecknar ett sådant tillvägagångssätt som abduktion och menar att abduktion torde vara den metod som i realiteten används i många fallstudier. Abduktion utgår från empiri men accepterar teoretiska föreställningar. Alvesson & Skoldberg (1994) menar att analys av empiriska fakta kan föregripas av teoretiska studier som fungerar som inspirationskälla för att upptäcka mönster som ger förståelse. Genom nya iakttagelser omtolkas sedan både teori och empiri. En alternering mellan teori och empiri sker således under forskningsprocessen.

Forskningsprocessen omfattar uppbyggandet av en teoretisk referensram som leder fram till ett agentteoretiskt perspektiv på relationen bank-företag och de lånevillkor som används av banken. Forskningsprocessen omfattar vidare ett antal ställningstaganden och val som gjorts. Nedan åskådliggörs forskningsprocessen samt avhandlingens disposition, se Figur 2-1 nedan.

Figur 2-1. Schematisk figur över forskningsprocessen samt disposition



Avhandlingens Del I, *Inledning och metod*, utgörs av kapitel 1 och 2 och omfattar syfte och metod. Relationen bank-företag beskrivs redan här ur ett agentteoretiskt perspektiv om än i generella termer.

Del II, *Teoretisk referensram*, kapitel 3, 4, 5 och 6, är en genomgång av tidigare forskning och litteratur samt en beskrivning av det agentteoretiska perspektiv som används. I kapitel 3 utvecklas det agentteoretiska perspektivet med hjälp av agentteoretiska begrepp och antaganden. En generell modell över en uppdragsrelation uppställd av Rapp & Thorstenson (1994) beskrivs. Den generella modellen av uppdragsrelationen appliceras på relationen bank-företag.

För att tydliggöra resonemanget som förs i den teoretiska referensramen och för att konkretisera det agentteoretiska perspektivet utvecklas modellen över uppdragsrelationen bank – företag i kapitel 3, 4, 5, 6 och 8 som alla avslutas med att respektive kapitel innehåll appliceras på modellen. I kapitel 4 utvecklas det agentteoretiska perspektivet av uppdragsrelationen bank-företag genom att en fokusering sker på skuldsättningens effekter på relationen bank-företag. Riskteori, kapitel 5, och styrteori, kapitel 6, används för att ytterligare fokusera det agentteoretiska perspektivet av uppdragsrelationen bank-företag och lånevillkors funktion och utformning.

Med utgångspunkt i den teoretiska referensramen och det fokuserade perspektiv som byggts upp i Del II skapas ett frågeformulär, bilaga 2, som ligger till grund för de intervjuer som genomförts och som redovisas i avhandlingens Del III, *kapitel 7*. Kapitlet syftar inte till att beskriva respektive avdelnings ståndpunkt och arbetssätt utan syftet är att ge en generell inblick och kunskap om hur en bank resonerar kring uppdragsrelationen bank – företag och lånevillkorens funktion och utformning. I redovisningen av intervjuerna i kapitel 7 har därför ingen åtskillnad gjorts mellan de olika intervjuerna. Ingen analys av informationen från intervjuerna sker i kapitel 7 som endast återger information som framkommit i samband med intervjuerna.

Avhandlingens Del IV, *Analys och slutsatser*, består av kapitel 8 och 9. I Del IV sammanförs den teoretiska referensramen och informationen från intervjuerna med syfte att beskriva vilka typer av villkor som förekommer vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv, lånevillkorens funktion och hur bankens lånevillkor utformas. Avslutningsvis görs reflektioner kring avhandlingens analys, slutsatser och metod samt förslag till vidare forskning.

2.3.1 Val av ett agentteoretiskt perspektiv

Systemsynsättet skiljer sig från ett rent analytiskt synsätt bland annat genom att systemanalysen accepterar att olika perspektiv kan antas som resulterar i olika beskrivningar av en händelse eller ett skeende. Hägg & Wiedersen-Paul (1994) menar att termen perspektiv anger hur någon väljer att betrakta det problem som undersöks. Perspektiv innebär en strukturering av undersökningsområdet och en kon-

centration av uppmärksamheten. Val av perspektiv påverkar vad som betraktas och hur det betraktas. Perspektivet styr och styrs av vilka teorier och modeller som används.

Agenttteori bidrar till utvecklingen av organisationsteori, är testbar, har empiriskt stöd och kan vara en rimlig och framkomlig väg i samband med organisationsforskning (Eisenhardt, 1989). Agentteorin har också i många studier, med olika syften och metoder, under de senaste decennierna visat sig vara användbar just för att beskriva relationen mellan en långivare, exempelvis en bank, och en låntagare, exempelvis ett företag (Jensen & Meckling, 1976, Myers, 1977, Smith & Warner, 1979, Diamond, 1984, Diamond, 1993, Carlsson, 1994, Lind, 1994, Citron, Robbie & Wright, 1997, Bäckström, 1998, Ang, Cole & Wuh Lin, 2000).

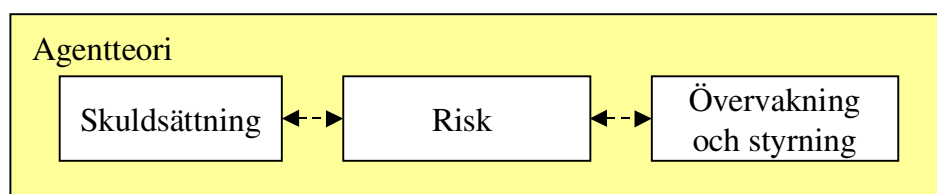
Relationer mellan en bank och ett företag karaktäriseras av proceduren som banken använder för att utvärdera potentiella företag, övervakningen av företag och hur banken reagerar vid tecken på finansiella problem hos företaget (Myers, 1977).¹¹ Genom att betona dessa komponenter i relationen bank – företag, dvs. bankens strävan att kontrollera urvalet av låntagare och strävan att kontrollera företaget efter att en kredit är beviljad, anläggs ett agentteoretiskt perspektiv på relationen genom att en potentiell konflikt målas upp mellan banken och företaget. En konflikt som innebär att banken ägnar tid och energi till att utvärdera ett företag både innan och efter en kredit beviljats. Eisenhardt (1989) menar att forskare skall koncentrera sig på informationssystem, osäkerhet och risk för att på det viset utveckla agentteorin. Att studera osäkerhet och risk anser hon vara speciellt intressant med hänvisning till forskning inom området (Kahneman & Tversky, 1979, MacCrimmon & Wehrung, 1986, March & Shapira, 1987). Riskbegrepp som används inom agenttteori är risk för negativt urval och risk för oaktsamhet som uttrycker olika former av osäkerhet i en relation mellan två parterna (Rapp & Thorstenson, 1994). Applicerat på relationen bank – företag innebär det att bankens tillgång till information om företaget samt parternas målsättning och riskattityd är avgörande för bankens val av företag samt hur kontraktet mellan parterna utformas. Bankens utvärdering av potentiella företag samt utformningen av bankens övervakning och styrning över företaget och verksamheten antags vara relaterade till risken för negativt urval samt risken för oaktsamhet. Wiseman & Gomez-Mejia (1998) hävdar likt Eisenhardt (1989) att antagande om riskpreferenser i agenttteori är för restriktiv. Wiseman & Gomez-Mejia (1998) menar att antaganden om riskuppfattning och riskhantering har utvecklats och därför bör inkorporeras i agenttteori och därigenom utveckla agenttteori och hänvisar likt Eisenhardt (1989) till MacCrimmon & Wehrung (1986), March & Shapira (1987) och Tversky & Kahneman (1981) men även med hänvisning till Bowman (1980), Fiegenbaum (1990) och Sinha (1994) som gjort studier avseende

¹¹ Myers (1977) använder begreppen "creditor" och "borrower" som här översätts till "banken" respektive "företaget".

företags riskuppfattning och agerande i olika situationer. I kapitel 5 återkommer därför ovanstående referenser.

Övervakning och styrning är begrepp som förekommer både inom forskningen avseende riskattityder och agentteori och utgör en gemensam nämnare i de olika ämnesområdena. För att lösa problemen i en uppdragsrelation kan banken övervaka och styra agenten för att på det viset minska den informationsasymmetri som råder i och med att företaget har tillgång till den information som banken önskar om företagets förvaltning av bankens tillgång/kredit. Övervakningen och styrningen medför dock kostnader i uppdragsrelationen som måste relateras till nyttan. Företaget förväntas besitta kunskaper och andra resurser avseende förvaltningen av tillgångarna som banken inte har. Bankens övervakning och styrning kan sägas omfatta både bankens utvärdering av tänkbara företag samt bankens system för övervakning och styrning av företaget efter att en kredit beviljats. Fokus i föreliggande avhandling är primärt på bankens övervakning och styrning efter att krediten är beviljad.

Figur 2-2. Utgångspunkt för disposition av den teoretiska referensramen



I avhandlingen används agentteori, som omfattar teorier om effekter av skuldsättning, riskteori och teori avseende övervakning och styrning, för att skapa en teoretisk referensram som används för att precisera ett perspektiv ur vilket en analys görs avseende typer av lånevillkoren, lånevillkors funktion och utformning i relationen bank – företag, se Figur 2-2. Resonemanget som ligger till grund för dispositionen av den teoretiska referensramen är att skuldsättning och risk har en ömsesidig påverkan på varandra samt att risk och övervakning och styrning är beroende av varandra. Dispositionen i den teoretiska referensramen börjar därför med en genomgång av agentteori i kapitel 3 som följs av skuldsättning och uppdragsrelaterade kostnader i kapitel 4 för att därefter, i kapitel 5, behandla riskuppfattning och hantering av risk. Den teoretiska referensramen avslutas därefter med kapitel 6 som behandlar övervakning och styrning och specifikt bankens villkor i låneavtal.

Genom att betrakta relationen ur ett agentteoretiskt perspektiv blir skuldsättnings effekter, bankens riskuppfattning samt bankens uppföljning och styrning av företaget satt i centrum och därmed också de villkor som en bank ställer upp i låneavtalen.

2.3.2 Val av den studerade relationen

Utgångspunkten för avhandlingen är att villkor i låneavtal antags reducera risker och kostnader som uppstår i relationen mellan bank och företag. Valet att studera bankens villkor vid krediter till högt belånade företagsförvärv görs för att finansiering av företagsförvärv innebär situationer där kreditbeloppen uppgår till relativt stora belopp samt situationer som kan betraktas som unika och komplexa och därmed förenade med relativt stora kostnader. Renodlingen av analysen till situationer med hög risk, hög komplexitet samt stora belopp innebär att finansiering som avser löpande drift av ett företag såsom checkkrediter, factoring, exportkrediter eller andra former av krediter som i första hand är avsedda att finansiera de dagliga och löpande aktiviteterna i ett företag ej omfattas av avhandlingen. Ytterligare skäl till valet av den studerade relationen är att krediter som inte omsätts på en marknad, exempelvis bankkrediter, innehåller mer omfattande restriktioner jämfört med publika skulder, exempelvis obligationer, som kan omsättas på en marknad (Kahan & Tuckman, 1993). Den relativt mer akuta risken med finansiering av högt belånade företagsförvärv medför ett större behov av lånevillkoreavtalen (Citron, Robbie & Wright, 1997) som visar att låneavtal i denna typ av transaktioner generellt innehåller fler lånevillkor än annan utlåning till företag vilket gör att valet att studera högt belånade företagsförvärv ter sig naturlig. Omfattningen av redovisningsbaserade lånevillkor i denna typ av krediter medför också en ökad sannolikhet för att dessa lånevillkor inte efterlevs (Sweeney, 1994) vilket i sig är ett skäl att studera kreditgivning till högt belånade företagsförvärv.

2.3.3 Val av besökta specialiserade bankavdelningar

Inriktningen att studera lånevillkor ur bankens synvinkel medför att valet av intervjuade vid just banker ter sig naturligt. Kreditgivning till högt belånade företagsförvärv sker vid alla banker. Specialiseringen i form av specifika avdelningar finns vid de stora bankerna. Specialiserade avdelningar kan förväntas ha en betydande kompetens samt erfarenhet av transaktioner av den typ som behandlas i avhandlingen. Banken är också den part som antags vara i behov av att utforma villkor i låneavtal och är därför också den part som primärt är av intresse vid studier av villkor i låneavtal. Avhandlingens empiri blir därför ur bankens perspektiv. Vidare innebär urvalet en inriktning på den svenska marknaden och svenska förhållanden som kan skilja sig åt jämfört med de urval som ligger till grund för den litteratur som används i den teoretiska referensramen. När det gäller utländska banker så är det i första hand nordiska banker som agerar på den svenska marknaden. De nordiska bankernas engagemang i Sverige sker dock på en sporadisk nivå. Utländska banker baserade i London är till viss del involverade på den svenska marknaden och de riktigt stora affärerna genomförs ofta under ledning av utländska banker. Aspekter som har specifik betydelse för svenska förhållanden kan med urvalet fångas upp

även om syftet med avhandlingen inte är att explicit undersöka eventuella skillnader mellan svenska och utländska banker.

Val av svenska specialiserade bankavdelningar är också en resursfråga samt ett urval som utgörs av avdelningar verksamma inom samma geografiska område med delvis samma kundbas. Avdelningarna kan därmed tänkas likna varandra när det gäller hur de resonerar kring villkor och uppdragsrelationen bank-företag vilket är en fördel då besöken vid specialavdelningarna syftar till att komplettera avhandlingen med en generell banks erfarenheter och syn på villkor och inte enskilda avdelningars erfarenheter och specifika syn.

Av de svenska bankerna hade vid tillfälle för intervjuerna tre banker specialiserade avdelningar med inriktning mot kreditgivning till högt belånade företagsförvärv. Besök har genomförts på samtliga avdelningar.

2.3.4 Val av intervjupersoner och genomförande av intervjuer

Urvalet av intervjupersoner består av fem representanter för de tre specialiserade avdelningarna och har skett genom en initial kontakt med en nyckelperson på respektive avdelning. I samråd med personen har en lämplig intervjukandidat utsetts. Vidare har diskussioner med intervjukandidater förts med syfte att kartlägga specialiserade bankavdelningar som sysslar med kreditgivning till högt belånade företagsförvärv i Sverige. På det viset har potentiella intervjupersoner kartlagts. De intervjuade har i samband med de diskussionerna pekat ut de tre specialavdelningarna som ingår i avhandlingen som de avdelningar de själva uppfattar som mest relevanta för en studie som denna.

Två av intervjuerna har genomförts med en intervjuperson närvarande. Den tredje intervjun var en gruppintervju med tre intervjupersoner närvarande. De intervjuade har alla seniora positioner på respektive avdelning.

Tidpunkt för intervju bestämdes via telefon. Som förberedelse faxades en vecka i förväg en övergripande redogörelse i sex punkter om vilka områden den kommande intervjun skulle behandla. Vid intervjun delades intervjuguiden ut, se bilaga 2, till den/de intervjuade. Var och en av intervjuerna pågick i cirka två timmar och spelades in på band. Ett redigerat sammandrag av varje intervju skrevs ned. Sammandragen redigerades att följa de rubriker som finns i intervjuguiden, se bilaga 2, och skickades till respektive intervjuperson för genomläsning och kommentar. Arbetet med sammandraget medgav också möjlighet att notera vissa kompletterande frågor ur intervjuguiden som inte fullt ut behandlats under intervjun.

I ett uppföljande telefonsamtal med de intervjuade diskuterades kommentarer till sammandraget och justeringar gjordes. Vidare ställdes kompletterande frågor som arbetades in i sammandraget. I ett fall bestämdes tid för ett möte där sammandraget

och kommentarer behandlades. Ett andra sammandrag skickades över till de intervjuade för godkännande. I ett fall gjordes vissa mindre justeringar av det andra sammandraget varför ett tredje sammandrag skickades över för godkännande i det fallet. De slutgiltiga sammandragen har sedan arbetats ihop till ett dokument, kapitel 7, där intervjuerna presenteras utan koppling till de olika avdelningarna. Bandinspelningar av intervjuer samt skriftliga sammanställningar av intervjuerna finns bevarade.

2.3.5 Utformning av frågeformulär

Frågeformuläret består av numrerade frågor sorterade under ett antal rubriker, bilaga 2. Rubrikerna motsvarar rubrikerna i kapitel 4, 5 och 6. Frågorna under respektive rubrik härstammar primärt från det resonemang som förs i respektive kapitel, se bilaga 2, och är tänkta att styra intervjuerna mot de aspekter som respektive kapitel behandlar.

Frågeformuläret inleds med allmänna frågor avseende respektive avdelnings organisation, konkurrenter och engagemang samt avslutas med ett antal frågor avseende prissättning av krediter och eventuellt samband mellan villkor i låneavtal och prissättning av krediter. Frågor kring sambandet mellan prissättningen av krediter och villkor kan inte direkt hänföras till något av kapitlen i den teoretiska referensramen utan är mer tänkt att omfatta hela resonemanget i den teoretiska referensramen.¹²

2.3.6 Val av litteratur och referenser

Den teoretiska referensramen har byggts upp genom studier av tidigare forskning inom området agentteori samt teorier om skuldsättning, riskuppfattning och riskhantering samt övervakning och styrning. Litteraturen omfattar deskriptiv och normativ teoretisk litteratur, empiriska undersökningar, avhandlingar, vetenskapliga artiklar samt läroböcker. Primärt har sökning i olika vetenskapliga databaser samt artikeldatabaser varit den huvudsakliga metoden för att finna litteratur och artiklar inom ämnesområdet. Urvalet av litteratur och artiklar har baserats på sökord som har ansetts vara relevanta för studien och primärt varit inriktad på sökord med anknytning till exempelvis högt belånade företagsförvärv, bankutlåning, lånevillkor och agentteori. Ytterligare en metod att identifiera litteratur och artiklar har varit att använda referenser i litteratur och artiklar som ansetts vara av intresse. Sökning i databaser och urvalet av litteratur och artiklar har pågått under en längre tid och avslutats när samma referenser återkommit och bedömning gjorts att ytterligare sökning inte varit meningsfull.

¹² En diskussion kring sambandet mellan villkor och prissättning av krediter sker i avhandlingens avslutande kapitel 9.

Databaser som använts är:

- *ABI/Inform*
- *EconLit*
- *ERIC*
- *Helecon Online*
- *Libris*
- *PAIS international*
- *Social Sciences Index*
- *UMI ProQuest® Digital Dissertations*.

I övrigt har allmänna sökningar gjorts på Internet samt sökningar via Internet bland ”working papers” och avhandlingar vid större svenska och amerikanska universitet.

Inga mer omfattande studier har identifierats som specifikt avser specialiserade bankavdelningar och villkor i låneavtal vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv i Sverige.¹³ En artikel, Citron, Robbie & Wright (1997), avser en sådan studie genomförd i England. Övrig litteratur som behandlar villkor avser till stor del villkor i publika skulder samt banklån som inte direkt avser högt belånade företagsförvärv. Mycket av resonemangen gällande skulder och villkor är likartade för både publika skulder och banklån och har därför inkluderats i avhandlingen för att ge ett större underlag till den teoretiska referensramens kapitel 4, där skuldsättningsteori diskuteras samt i styckena 6.2 och 0 där olika typer villkor i låneavtal presenteras och diskuteras. Ingen direkt åtskillnad har gjorts mellan litteratur och artiklar som avser publika skulder och banklån utom i några fall där det framgår av texten eller uppgift i fotnot. Även denna litteratur och artiklar samt övriga källor är till stor del amerikansk och engelsk.

Artiklar både av teoretisk karaktär och artiklar av mer empirisk kvantitativ och hypotesprövande karaktär förekommer. Föreliggande avhandling är av kvalitativ art och i första hand är det resonemangen som förs i artiklarna som är av intresse. I vissa fall särskiljs dock artiklar av mer kvantitativ karaktär i text eller fotnot.

¹³ Se not 6.

DEL II. TEORETISK REFERENSRAM

3 AGENTTEORI

Kapitlet är en genomgång av agentteori med förklaringar av olika begrepp. En generell grundmodell över en uppdragsrelation presenteras. Avslutningsvis specificeras modellen till relationen bank-företag.

3.1 Teori kring relationer och överenskommelser mellan parterna

Agentteori behandlar relationen mellan en uppdragstagare (agent) och en uppdragsgivare (principal) i en s.k. uppdragsrelation (Rapp & Thorstenson, 1994). Agenten agerar på uppdrag av eller som representant för principalen ifråga om beslut och verkställighet inom ett överenskommet verksamhetsområde. Uppdragsrelationen innebär ett uppdrag i en viss verksamhet där agentens handlande påverkar resultatet av verksamheten. I överenskommelsen ingår att fastställa hur verksamhetens resultat skall fördelas mellan parterna. Båda parterna förväntas agera för att maximera sin respektive förväntade nytta med uppdragsrelationen. Problemet är att utforma överenskommelsen så att när agenten handlar i syfte att maximera sin förväntade nytta så skall detta leda till hög förväntad nytta även för principalen (Ross, 1973).

Teorins idé är att överenskommelsen mellan principalen och agenten borde återspegla en effektiv organisering av förhållandet mellan tillgänglig information och risksituation (Rapp & Thorstenson, 1994). I agentteori försöker man beskriva överenskommelsen och uppdragsrelationen mellan parter genom att använda metaforen av ett kontrakt (Jensen & Meckling, 1976). Kontrakt kan vara explicita eller implicita. Bjurgren & Skog (1989) betraktar implicita kontrakt som en samlingsbeteckning på informella uppgörelser dvs. mer eller mindre klara förväntningar och konventioner som påverkar beteendet i ekonomin. Upprätthållandet av kontrakten sker genom sanktioner och belöningar som också kan vara av informell natur. Jensen & Meckling (1976) menar att ett företag kan betraktas som samling kontrakt och att ett sådant synsätt leder till att företaget ej personifieras, dvs. inte betraktas som en individ. Företaget i sig kan inte ha ett egen intresse eller en egen vilja. Inom agentteori är det dock mycket vanligt att just företags, organisationers eller andra grupper av individers agerande studeras. Individernas beteende förväntas dock bero på vilken grupp de tillhör och företags, organisationens eller gruppens beteende blir resultatet av individernas beteende. Agentteori och den forskning som bedrivs studerar därför olika intressegrupper, eller parter i en uppdragsrelation, och inte enskilda individer även om individers målsättning och preferenser beskrivs.

Agentteori kan betraktas som en delmängd av en bredare intresseteori ("stakeholder theory") (Shankman, 1999). Intressenteori kan sammanfattas med en syn på företag

eller organisationer som innebär att ledningen i ett företag eller organisation strävar att balansera alla intressenters intresse i företaget. Intressenter är någon eller några som på ett eller annat sätt påverkas av företaget eller organisationen och som också kan påverka dem. En stramare definition kan också göras baserat på i vilken utsträckning en intressent påverkar företagets eller organisationens överlevnad eller baserat på den ekonomiska eller formella innebörden av relationen. Ledningens strävan att balansera alla intressenters grundas i att det är nödvändig för att få tillgång till alla resurser som de olika intressenterna tillför och samtidigt se till att intressenterna får sina intressen tillgodosedda. En viktig aspekt är att företag eller organisationer har ett moraliskt ansvar att tillgodose intressenterna eftersom inga intressen, ekonomiska eller andra, har en självklar rätt framför andra intressen. Företaget eller organisationen existerar till följd av ett större samhälleligt behov och inte enbart av ekonomiska skäl. Agentteori är begränsad i sin förklaring av företag och organisationers beteende bland annat för att agentteori inte i tillräcklig utsträckning tar hänsyn till andra intressenter än principalen och agenten samt inte i tillräcklig utsträckning tar hänsyn till förtroende, ärlighet och lojalitet. Fördelarna med agentteori är bland annat att agentteori tar hänsyn till att information har en kostnad och betonar följderna av att parterna i en relation kan ha olika målsättning och riskuppfattning (Shankman, 1999).

3.1.1 Agentteorins delning i två ansatser

Under 1960- och 1970-talet utforskade ekonomer riskdelning mellan individer och grupper av individer. Forskningen beskrev problemen med riskdelning när samarbete parterna har olika attityd till risk. Agentteori har breddat detta synsätt genom att inkludera de problem som uppstår när parterna har olika mål och uppgifter i ett samarbete. Agentteori har utvecklats i två olika ansatser; *positivistisk ansats* och *principalagent ansats* (Eisenhardt, 1989).

Den *positivistiska ansatsen* fokuserar på en identifiering av situationer där det är sannolikt att agenten och principalen har olika målsättningar med en verksamhet. Betoningen ligger på de mekanismer som begränsar att agenten agerar i egenintresse. Den positivistiska ansatsen är också mindre matematisk än principal-agent ansatsen. Ansatsen är positiv i den meningen att kontraktet mellan principalen och agenten anses återspegla en effektiv organisering av förhållandet mellan tillgänglig information och risksituation med vissa grundantaganden. Parterna anses lösa problemen i en uppdragsrelation och intresset ligger i att undersöka *hur* lösningar ser ut.

Principal-agent ansatsen fokuserar på att finna en generell teori för att beskriva en principal-agent situation. Specifiering av antaganden, följd av en logisk deduktion och matematiskt bevis är karaktäristiskt för ansatsen. Principal-agent ansatsen är en

normativ ansats. Inriktningen blir att bestämma den effektivaste utformningen av kontrakt för specifika uppdragsrelationer.

Det agentteoretiska perspektiv som används i föreliggande avhandling har karaktär av positivistisk ansats dels då den inte är normativt matematisk utan snarare deskriptiv dels för att den fokuserar på att ge en ökad förståelse för lånevillkors roll i relationen mellan en bank och ett företag i samband med finansiering av företagsförvärv snarare än att försöka påvisa den mest effektiva utformningen av sådana villkor. Avhandlingens systemsynsätt medför i sig att det agentteoretiska perspektivet mer liknar en positivistisk ansats och inte en normativ matematisk principal-agent ansats.

3.1.2 Kostnad för information

En viktig del av agentteori är att information ses som en produktionsfaktor dvs. information kan inhämtas, men den har också en kostnad. Kostnaden förknippad med information gör att en avvägning krävs mellan kostnaden för ytterligare information och nyttan av informationen. Det blir väsentligt att bestämma hur mycket och vilken information som skall inhämtas. Informationens värde ställs i relation till kostnaden för informationen. Eisenhardt (1989) menar att i och med att information betraktas som en vara som kan köpas, så ger agentteori formella och informella informationssystem en viktig roll. Organisationer kan investera i informationssystem, för att övervaka och styra agentens handlande, och väga kostnaden för informationssystemet och mot dess nytta.

3.2 Antaganden och begrepp

I agentteori förekommer ett antal antaganden och begrepp som speglar förutsättningar som ofta råder i en uppdragsrelation och som medför vissa konsekvenser. Nedan beskrivs antaganden om individens egenintresse och parternas målkonflikt samt begreppen asymmetrisk information, observerbarhet och signalering.

3.2.1 Individens egenintresse och parternas målkonflikt

I agentteori antags individer främst handla i eget intresse och att de är begränsat rationella. Vidare antags agentens målsättning sällan helt överensstämma med principalens. Agenten behåller och förvränger fortlöpande sådan information som skulle kunna vara relevant för principalen (Rapp & Thorstenson, 1994). Rapp & Thorstenson (1994) hänvisar till Williamson (1975) som använder begreppet opportunism om individens egenintresse. Ur principalens synvinkel innebär det att all information inte finns tillgänglig i beslutssituationen då agenten kan tänkas dölja information som principalen kan ha nytta av (Rapp & Thorstenson, 1994). Om agentens beteende inte direkt kan observeras av principalen föreligger en potentiell intressekonflikt mellan parterna då agenten kan agera i eget intresse och inte princi-

palens intresse (Altman & Subrahmanyam, 1985). Det är således betydelsefullt att överenskommelsen mellan parterna utformas så att agenten beter sig som principalen önskar (Rapp & Thorstenson, 1994).

Antagandet om den opportuna agenten har dock utsatts för stark kritik. Problemet med antagandet är att om det ligger till grund för beslut i organisationer kan föreställningen om individers opportuna beteende leda till hårdare bestraffningar som förstärker ett opportunt beteende. Ett förstärkt opportunt beteende leder i sin tur till hårdare regler och en ond cirkel skapas (Ghosal & Moran, 1996). Ghosal & Moran (1996) menar att följden kan bli organisationer som förlorar i konkurrenskraft. Verkligheten visar dock att organisationer förstärker individers förmåga att ta initiativ, samarbeta, lära och använda kreativitet för att genomföra anpassningar av organisationen och därmed gör organisationer livskraftig (Ghosal & Moran, 1996).

Brennan (1994) menar att ett antagande om agents egenintresse innebär att individer endast bryr sig om sig själva och är ovilliga att offra något för någon annans skull. En sådan syn på individen skulle innebära ett samhälle som inte fungerar. Individens egenintresse är inte heller förankrat i verkligheten som visar på altruism d.v.s, att individer ofta bryr sig om andra på bekostnad av deras eget välbefinnande. Agentteori baseras därför på inkorrekta antaganden (Brennan, 1994). Jensen (1994) ser ingen inkonsistens mellan egenintresse och altruism och betonar att det finns gott om exempel på båda delar i verkligheten. Altruism innebär inte att en individ är en perfekt agent, dvs. någon som i alla lägen agerar utan hänsyn till egna intressen och preferenser. Individer har altruistiska motiv men individer är inte perfekta agenter (Jensen, 1994)¹⁴. Konflikter existerar och det centrala i agentteori är att individers egennytta medför att individer alltid har ett incitament att reducera eller kontrollera intressekonflikter för att reducera kostnader förknippade med konflikter (Jensen, 1994).

En reflektion som kan göras är om antagandet om opportunism verkligen behövs för att agentteorin ändå skall kunna anses som användbar. Forskning kring beslutsfattares och individers riskuppfattning visar på en komplex process.¹⁵ Genom att ersätta antagandet om agentens opportunism med ett antagande om att principalens och agentens riskuppfattning kan skilja sig åt, och dessutom inte är stabil, samt att principalens och agentens målsättningar med relationen skiljer sig åt så kan principalens vilja att övervaka och styra agenten ändå förstås. Olika riskuppfattning och målsättning medför att principalen och agenten betraktar ett givet agerande som på olika sätt. Principalen kan därför uppfatta ett visst beteende som mer lämpligt medan agenten hellre föredrar ett annat agerande. Vilket agerande som är det rätta går därmed inte att säga. Att principalen och agenten uppfattar samma beteende på

¹⁴ Jensen utvecklar sin syn på individen i Jensen & Meckling (1994).

¹⁵ Se vidare kapitel 5 "Riskuppfattning och hantering av risk".

olika sätt är inte samma sak som opportunist. Båda parterna strävar mot sina mål. som på någon nivå bör sammanfalla när det gäller verksamhetens fortlevnad och resultat. Det som skiljer parterna åt är hur de betraktar vägen dit. Slutresultatet blir dock detsamma, nämligen att principal vill övervaka och styra agentens beteende för att försäkra sig om att verksamheten bedrivs på ett sätt som principaln uppfattar som det rätta.

3.2.2 Asymmetrisk information och observerbarhet

Om möjligheten och förmågan hos parterna att observera vissa av de faktorer som är av betydelse för uppdragsrelationen skiljer sig mellan parterna råder informationsasymmetri. Antagandet om asymmetrisk information är en viktig del av agentteori och innebär att all information inte är tillgängligt för parterna i en uppdragsrelation (Rapp & Thorstenson, 1994). Asymmetrisk information orsakar avvikelser i nivån på kunskap inom som utanför verksamheten. Principalen och agenten har också skilda förutsättningar, kompetens och möjligheter att hantera rådande information. Specifikt förutsätts att agenten har tillgång till mer information än principalen då agenten är den som har bäst insyn i det uppdrag, eller den verksamhet, som agenten är satt att utföra. Men även principalen kan vara den som är bäst informerad och har högsta kompetens i ärendet. Asymmetrisk information medför konsekvenser i samband när resultatet av en verksamhet skall parterna. Fördelningen av resultatet baseras helt på den information som finns tillgänglig för de olika parterna. Begreppet observerbarhet avser principalens möjligheten och förmågan att observera sådant som är av betydelse i uppdragsrelationen dvs. principalens tillgång till information att fatta beslut på (Rapp & Thorstenson, 1994).

3.2.3 Signalering

Begreppet signalering avser det faktum att en part som har en eftersträvarsvärd egenskap på något sätt markerar detta utan att fullständig information ges. Syftet för den part som utnyttjar denna signal är att denna ofullständiga information kan erhållas till en lägre kostnad jämfört med att erhålla fullständig information. I många situationer är det inte möjligt att erhålla fullständig information. Att utnyttja signaler är då det enda alternativet. Det kan därför vara av intresse för principalen att exempelvis utnyttja en signal som direkt eller indirekt ger information om agentens beteende i en situation där inte fullständig information om beteendet finns. Alla signaler som innehåller någon information om agentens beteende, direkt som indirekt, är av värde för principalen (Rapp & Thorstenson, 1994).

3.3 Risker och kostnader i en uppdragsrelation

Två typer av risker beskrivs i den agentteoretiska litteraturen, risk för oaktsamhet och risk för negativt urval (Rapp & Thorstenson, 1994). Båda innebär, ur principa-

lens synvinkel, en risk för att samarbetet mellan parterna inte blir så bra som det skulle kunna bli om principalen hade tillgång till mer fullständig information om agenten.

3.3.1 Risk för oaktsamhet

Risk for oaktsamhet (*"moral hazard"*) kan sägas föreligga när:

- *agentens beteende påverkar både agentens och principalens nytta*
- *principalen endast kan observera utfallet av agentens beteende men inte själva beteendet*
- *agentens beteende är inte "pareto-optimalt", dvs. agentens nytta ökar på bekostnad av principalens nytta* (Salanié, 1997).

Beroende på vilka möjligheter som finns att övervaka agentens beteende så föreligger i större eller mindre utsträckning alltid risk för oaktsamhet. Begreppet avser således den risk som finns att agenten åsidosätter det krav som finns i överenskomsten i de fall principalen inte kan övervaka agentens agerande, dvs. inte har fullständig information om agentens beteende. Risk för oaktsamhet förekommer i alla uppdragssituationer där observerbarheten är begränsad. Agenten kan därför hänvisa till ogynnsamma omständigheter vid ett dåligt resultat (Rapp & Thorstenson, 1994). Genom att ge agenten någon form av incitament för att stimulera ett önskat beteende ur principalens synvinkel eller genom att förbättra principalens informationen om agentens beteende kan risken för oaktsamhet reduceras. Incitament eller förbättrad information är emellertid kostsamt och innebär ökade kostnader jämfört med situationer där fullständig information om agentens beteende finns (Rapp & Thorstenson, 1994).

3.3.2 Risk för negativt urval

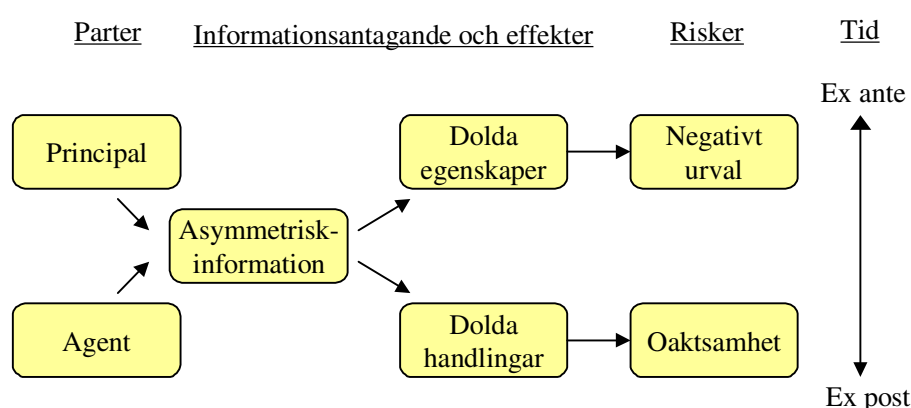
När principalen söker efter en eller flera agenter att utföra en verksamhet föreligger en risk för negativt urval om någon eller några av agentens egenskaper är dolda och inte fullt ut kan observeras av principalen (Rapp & Thorstenson, 1994). Negativt urval innebär att agenten som accepterar uppdraget i genomsnitt har sämre egenskaper än de agenter principalen skulle välja om principalen hade fullständig information om agenterna. Vid risk för negativt urval förutsätts att principalen har information om vilka kategorier av agenter som förekommer. Dessutom antags principalen ha tillgång till information om vilka egenskaper som karaktäriserar de olika kategorierna. Däremot saknar principalen möjlighet att tillskriva enskilda agenter dessa egenskaper. Konsekvenserna av negativt urval är att verksamheten kan komma att utföras på ett sätt principalen som principalen inte önskar. Vid risk för negativt urval är det naturligt att försöka förbättra informationen avseende agents egenskaper. Avvägning mellan kostnaden för informationen och dess nytta blir viktig. En tänkbara lösningar på problemet med risk för negativt urval är att princi-

palen ökar möjligheterna att observera de enskilda agenternas egenskaper eller att principalen endast tillåter agenten att utföra uppdraget under förutsättning att agenten är representativ för hela kollektivet av potentiella agenter.

3.3.3 Antagande om asymmetrisk information och risker i agentteori

Både risken för negativt urval och risken för oaktsamhet bottnar i att parterna inte har tillgång till samma information dvs. en situation av asymmetrisk information. Figur 3-1 åskådliggör sambandet mellan antagandet om asymmetrisk information och risker i agentteori.

Figur 3-1. Asymmetrisk information och risker i agentteori



Källa: Bäckström, 1998.

Risk för negativt urval avser principalens avsaknad av information rörande agentens egenskaper medan risk för oaktsamhet avser principalens avsaknad av information rörande agentens handlande. Det motsatta förhållandet råder också även om det i första hand är principalens avsaknad av information om agenten som är av intresse i agentteori (Salanié, 1997). Skillnad mellan risk för negativt urval och risk för oaktsamhet kan också beskrivas så att risk i det första fallet primärt råder innan att en uppdragsrelation är etablerad (ex ante) medan risk i det senare fallet primärt avser risk efter en uppdragsrelation är etablerad (ex post).

3.3.4 Kostnader i en uppdragsrelation

Kostnader uppstår i en uppdragsrelation som kan hänföras till uppdragsproblemet och riskfördelningsproblemet. Uppdragsproblemet innebär att principalens och agentens målsättning kan skilja sig från varandra och vara i strid med varandra. Samtidigt är det svårt eller kostsamt för principalen att verifiera vad agenten gör. Principalen kan inte klargöra huruvida agenten handlar i principalens intresse. Att principalen saknar information om agentens beteende kan bero på att möjligheten att få fram informationen är begränsad eller att kostnaden för att få fram informationen anses vara för hög.

Risikfördelningsproblemet uppstår när principalen och agenten har olika riskattityder. Problemet är att principalen och agenten kan föredra olika agerande beroende på deras olika riskattityd. Fyra typer av kostnader kan särskiljas och som är hänförliga till en uppdragsrelation, informationsinsamlingskostnader, övervakningskostnader, incitamentskostnader och avvikelsekostnader. anses (Rapp & Thorstenson, 1994).

Informationsinsamlingskostnader är kostnader för informationsinsamling för att principalen skall kunna fatta relevanta beslut. Informationsinsamlingskostnaderna inkluderar även kostnader för uppbyggnad av ett informationssystem som skall förse principalen med informationen. Kostnad för information följer av agentteorins syn att all information är en produktionsfaktor eller vara och därmed är förknippad med kostnader.

Övervakningskostnader innebär kostnader för principalens mätning och uppföljning av uppdragstagarens kvalifikationer och av de åtgärder som han vidtar för att genomföra uppdraget. Här ingår också försäkranskostnader eller garantikostnader som som agenten har för att visa eller garantera principalen att agenten kommer att agera på visst sätt eller kompensation som principalen får om agenten handlar på ett visst sätt (Jensen & Meckling, 1976).

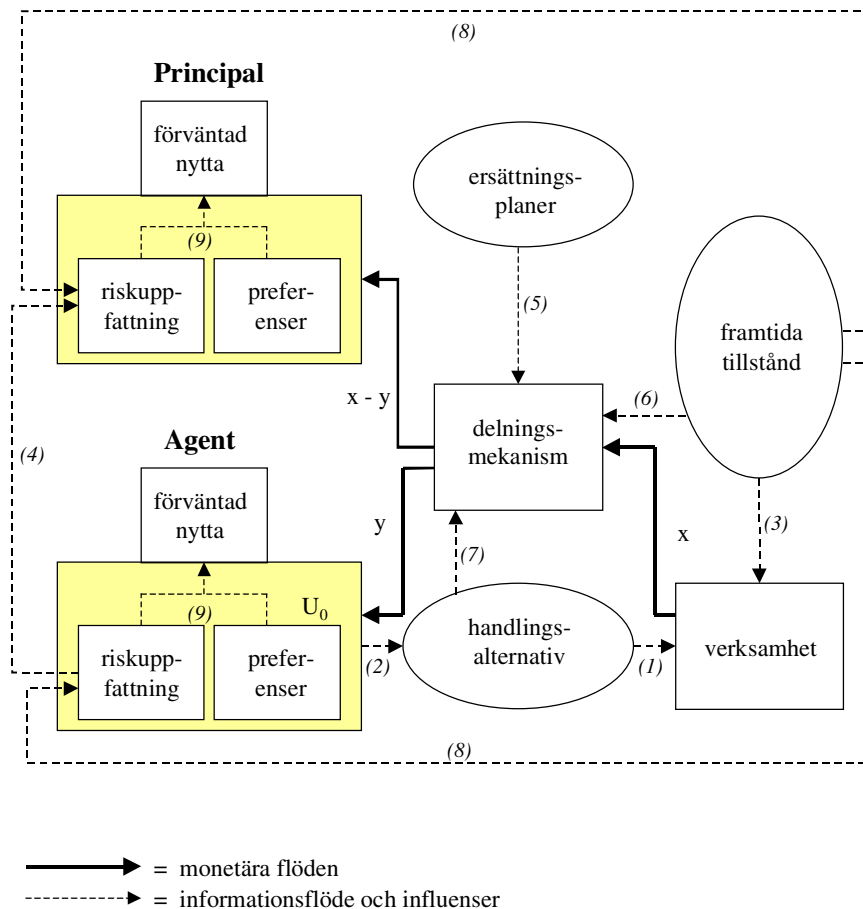
Incitamentskostnader kommer ur de incitament som måste ingå i ersättningsplanen till agenten för att påverka denne att agera i principalens intresse. Agenten målsättning och riskuppfattning kan skilja sig från principalens. För att agenten skall vilja och acceptera att utföra uppdraget åt principalen så behövs ett incitament för agenten. Agenten kan annars välja att uppnå sin målsättning med utgångspunkt i sin egen riskpreferens, utan inblandning av principalen.

Avvikelsekostnader uppstår om agenten till slut ändå väljer att genomföra uppdraget på annat sätt än principalen tänkt sig, trots principalens övervakning och de incitament som finns i kontraktet.

3.4 Grundmodell för en uppdragsrelation och relationen bank-företag

Uppdragsrelationen mellan en principal och en agent kan beskrivas i generella termer med hjälp av en grundmodell (Rapp & Thorstenson, 1994). Figur 3-2 återger delar av grundmodellen och visar informationsflöden och influenser mellan modellens komponenter i form av streckade pilar samt monetära flöden som heldragna pilar.

Figur 3-2. Grundmodell för en uppdragsrelation



Källa: Rapp & Thorstenson, 1994.

Parterna som träffar en överenskommelse är *principalen* och *agenten*. De båda parterna karaktäriseras av sina respektive *preferenser* samt *riskuppfattning*. Agenten kännetecknas även av en eventuellt lägsta nivå, U_0 , som är den lägsta nivå av ersättning som krävs för att agenten skall acceptera ett visst uppdrag. Denna lägsta nivå bestäms bl.a. av vilka alternativa möjligheter agenten har. Uppdragsrelationen innebär ett uppdrag i en viss *verksamhet*. Agenten har att välja mellan ett antal möjliga *handlingsalternativ* vid utförandet av uppdraget som ger upphov till ekonomiska konsekvenser för verksamheten (1). Det kan gälla t.ex. beslut om investeringar. Handlingsalternativen eller åtgärderna representerar de faktorer vilka agenten kan påverka och som har inverkan på verksamhetens resultat, x . Val och genomförande av åtgärder är agentens primära uppgift och har därigenom ett inflytande på uppdragets ekonomiska konsekvenser (2). Syftet med uppdraget är att det skall skötas så att verksamheten ger bra resultat sett från principalens synpunkt.

Det ekonomiska utfallet i verksamheten beror dock inte bara på vilka beslut och åtgärder som agenten genomför utan även av omständigheter som råder vid genomförandet av beslut och åtgärder (3). Sådana omständigheter kan vara konjunk-

turutveckling, konkurrensförhållanden och annat. Dessa omständigheter sammanfattas av begreppet *tillstånd* och är en beskrivning av omständigheter som parterna i uppdragsrelationen inte kan påverka. Vid tillfället då överenskommelsen träffas så är dock de framtida tillstånden okända. Båda parterna förväntas dock ha en uppfattning om de möjliga framtida tillstånden. Överenskommelsen innebär därmed ett beslut under osäkerhet. Om parterna antags kunna bedöma sannolikheterna för de olika tillstånden så betraktas överenskommelsen som ett beslut under risk. Ofta antags parterna göra samma sannolikhetsbedömning. Ett motiv till denna förenkling är att principalen accepterar agentens sannolikhetsbedömning som sin egen (4). Agenten förutsätts ha en bättre kännedom om uppdragets art än principalen. Agentens större kännedom är en av anledningarna varför principalen överlåter beslut till agenten.

För att utföra uppdraget får agenten en ersättning. Ersättningen baseras på en ersättningsplan, som bestäms av principalen bland olika tänkbara typer av *ersättningsplaner*. Den valda ersättningsplanen utgör en del av överenskommelsen eller kontraktet som reglerar överenskommelsen. Den slutgiltiga fördelningen av ersättningen till parterna i uppdragsrelationen beskrivs med *delningsmekanismen* (5). Fördelningen beror på den valda ersättningsplanen. Ersättningsplanen kan vara avhängig framtida tillstånd (6) och även bero på val av handlingsåtgärd som agenten vidtar i verksamheten (7). Vid givna beslut avseende ersättningsplanen respektive åtgärder för verksamheten kan parterna bestämma sitt nyttovärde vid olika framtida tillstånd. Vid principalens val av ersättningsplan och agentens åtgärder i verksamheten förutsätts att båda parterna har som mål att maximera sin *förväntade nytta*.

Verksamheten genererar ett resultat, x , som skall fördelas mellan parterna. Fördelningen av verksamhetens resultatet sker med hjälp av delningsmekanismen. I grundmodellen erhåller agenten y enligt ersättningsplanen och principalen erhåller återstoden, $x - y$. Om ersättningen är beroende av resultatet så är ersättningsplanen resultatorienterad. Om ersättningsplanen är beroende av de åtgärder agenten vidtar så är ersättningsplanen beteendeorienterad. Utifrån möjliga framtida tillstånd formas parternas bedömning om de möjliga framtida tillstånden, riskuppfattningen (8).

I grundmodellen antags parternas förväntade nytta vara beroende av partens preferenser och sannolikhetsuppskattning av de olika framtida tillstånden (9). Principalen utformar den ersättningsplan som skall tillämpas i uppdragsrelationen genom att välja bland de alternativa typer av planer som står till buds bland ersättningsplanerna. Ersättningsplanen skall ge agenten incitament att åta sig uppdraget och agera i enlighet med principalens önskemål. Ersättningsplanen bör vara utformad så att när agenten agerar för att maximera sin egen förväntade nytta så skall det också leda till en maximering av principalen förväntade nytta. Principalens förväntade nytta av det ekonomiska resultatet, med avdrag för agentens ersättning, skall maximeras. Agen-

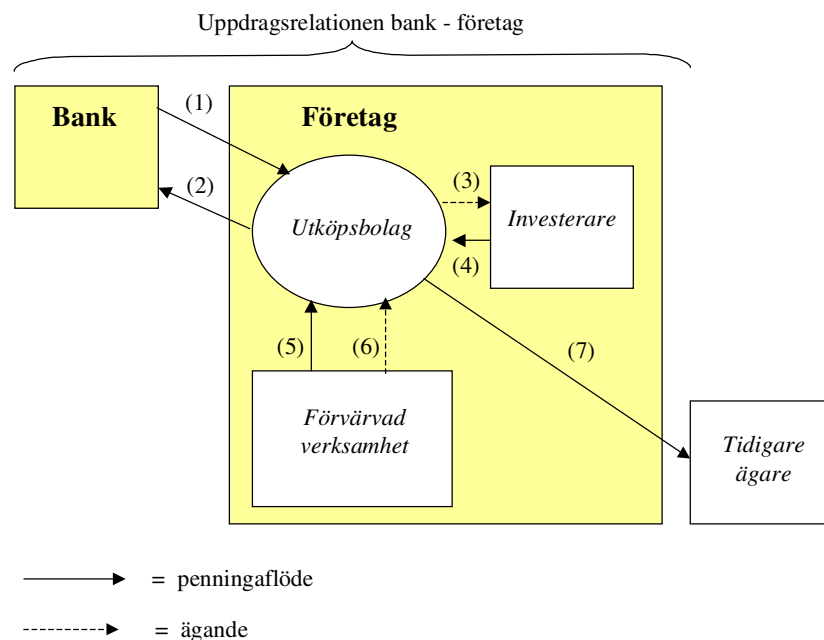
tens ersättning måste uppgå till minst U_0 . Agentens val av åtgärder skall ske så att den förväntade nyttan av ersättningen maximeras vid en given ersättningsplan. De åtgärder som agenten väljer påverkar också verksamheten. Valet av åtgärd kan påverka agentens preferenser då om åtgärden medför kostnader såsom ansträngningar eller alternativkostnader för agenten.

Grundmodellen ger uttryck för ett antal faktorer av betydelse i en uppdragsrelation och som påverkar utformningen av kontraktet mellan parterna. Principalens och agentens riskattityder eller subjektiva riskuppfattning kan vara olika. Det kan leda till olika benägenhet hos parterna att ta på sig den risk som är förknippad med verksamheten. Ett lämpligt kontrakt bör ta hänsyn till denna skillnad i riskuppfattning. Parterna kan vidare ha tillgång till olika information om de framtida tillstånd som kan inträffa.

3.4.1 Uppdragsrelationen bank–företag

Ett högt belånat företagsförvärv kan genomföras på ett antal olika sätt, bilaga 1. Genomförandet involverar ett antal aktörer. I Figur 3-3 ges en generell bild av hur ett högt belånat företagsförvärv kan se ut och vilka aktörer som ingår i uppdragsrelationen.

Figur 3-3. Högt belånat företagsförvärv och uppdragsrelationen bank-företag



Förvärvaren av verksamheten är en *investerare* som för ändamålet bildar ett *utköpsbolag* (3). Investerade förser utköpsbolaget med kapital (4). Investerade kan vara den förvärvade verksamhetens företagsledning som tillsammans med annan intresset

förvärvar verksamheten.¹⁶ I de fall kapitalet i utköpsbolaget inte räcker för att förvärva verksamheten behövs ytterligare kapital. *Banken* lånar ut pengar, (1), till utköpsbolaget som med eget och externt kapital (7) förvärvar verksamheten av de *tidigare ägaren* och blir dess nya ägare (6). Förvärvet kan avse aktier i ett företag eller dess inkråm. Ingen annan verksamhet behöver nödvändigtvis förekomma i utköpsbolaget annat än ägandet av den förvärvade verksamheten. Avkastningen banken erhåller, (2), betalas av utköpsbolaget som har en skuld till banken. Utköpsbolaget erhåller i sin tur pengar från den förvärvade verksamheten (5). Upplägget innebär att skulden till banken finns i utköpsbolaget medan det är den förvärvade verksamhetens resultat som är avgörande för utköpsbolagets betalningsförmåga. Av den anledningen betraktas verksamheten som förvärvas samt det utköpsbolag som, eventuellt bildas för ändamålet att köpa verksamheten, som en och samma enhet och betecknas som *företaget*.^{17 18}

3.4.2 Parterna i uppdragsrelationen bank-företag

Banken och företaget är de två parterna som tillsammans utgör uppdragsrelationen. Banken ger en kredit åt ett företag i samband med företagets förvärv av en verksamhet. Denna kredit kan betraktas som att banken överlåter åt företaget att förvalta en del av bankens tillgångar och en uppdragsrelation uppstår. Banken är den part i uppdragsrelationen som har möjlighet att genom ett urval av ett antal potentiella företag välja det företag som banken anser vara den bästa att uppfylla bankens målsättning med uppdragsrelationen. Banken betraktas därför som principal. Företagen kan visserligen välja mellan olika banker, men det är banken som avgör huruvida en kredit skall beviljas eller ej. Vidare är företaget den part som genom sitt agerande i verksamheten förvaltar bankens tillgång och därmed betraktas som agent i uppdragsrelationen.

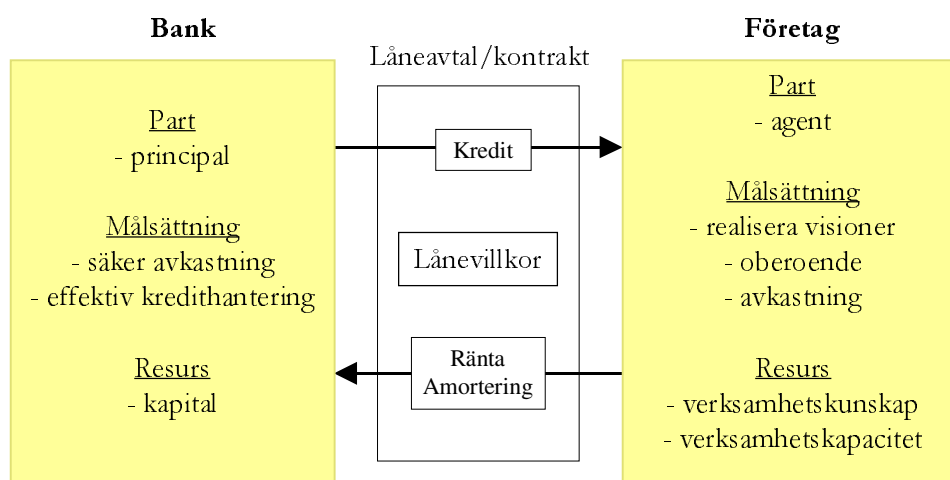
Figur 3-4 visar uppdragsrelationen bank – företag, parternas målsättning, och resurser samt det låneavtal/kontrakt som upprättas mellan parterna.

¹⁶ Förekommande benämningar på högt belånade företagsförvärv är "Management Buy-outs" (MBO) och "Leveraged Buy-outs", (LBO). MBO används i de fall där den befintliga ledningen går in som riskkapitalinvesterare med ett betydande ägarintresse medan LBO är ett samlingsnamn som används för att betona den ökade skuldsättningen som blir följden av transaktionen. LBO kan också innehålla inslag av ledningsägarande. Andra varianter av högt belånade företagsförvärv är "Management Buy-In" (MBI) och "Buy-In Management Buy-Out" (BIMBO). MBI avser de fall där en utomstående ledning går in som ägare i den förvärvade verksamheten. BIMBO innebär att den befintliga ledningen tillsammans med en utomstående ledning går in som ägare i den förvärvade verksamheten (Wahlbäck, 1992).

¹⁷ I avhandlingen används benämningar som verksamheten investeraren. När inte annat anges är det företaget som det definieras i kapitel 3.6 och Figur 3-3 som avses, dvs. den förvärvade verksamheten inklusive eventuellt utköpsbolag samt investeraren.

¹⁸ De båda bolagen, den förvärvade verksamheten och utköpsbolaget, blir en koncern. Koncernbidrag eller utdelning kan ges till utköpsbolaget, när vissa formella förutsättningar är uppfyllda, som i sin tur betalar räntor och amorteringar på lånet. Bolagen kan även fusionera. I praktiken svarar därför den förvärvade verksamheten för sina egna förvärvskostnader.

Figur 3-4. Parterers målsättning och resurser



Källa: Bearbetad efter Harris, 1996.

3.4.3 Mål, resurser och låneavtal i uppdragsrelationen bank-företag

Relationen kännetecknas av parternas målsättningar och resurser samt det låneavtal/kontrakt som upprättas mellan parterna. Bankens resurs i uppdragsrelationen är bankens kapital. Företagets resurs är verksamhetskunskapen och verksamhetskapacitet som är en förutsättning för att kapitalet som används ger avkastning. Företaget har att välja mellan ett antal möjliga handlingsalternativ vid utförandet av uppdraget som kommer till uttryck i företagets beteende. Beteendet ger upphov till ekonomiska konsekvenser för verksamheten i form av ett resultat eller kassaflöde. Handlingsalternativen eller åtgärderna representerar de faktorer vilka företaget kan påverka och som har inverkan på verksamhetens resultat. Val och genomförande av åtgärder är företagets primära uppgift och företaget har därigenom ett inflytande på uppdragets ekonomiska konsekvenser. Gemensamt för alla typer av marknadsstyrda verksamheter är att framtiden inte är helt förutsägbar. Banken och företaget bedriver olika verksamhet, men arbetar i uppdragsrelationen med utgångspunkten att deras samarbete skall gynna båda. De har emellertid skilda kunskaper och erfarenheter.

Antagandet om att parterna har olika målsättning är det centralt i agentteorin. Målsättningen för organisationer kan diskuteras på olika plan. Överlevnad kan vara ett övergripande mål för många organisationer och är gemensamt för banken och företaget. Gemensamt för båda parterna är att de strävar efter att verksamhetens skall generera ett så bra resultat som möjligt. Bankens målsättning är en säker avkastning. Företagets målsättning är att vara oberoende och att realisera de visioner som finns inom företaget samt att de resurser som förbrukas skall ge avkastning. Bankens resurs är det kapital som banken kan tillhandahålla. Företaget använder kapitalet till att uppfylla företagets målsättning som är att realisera de visioner som finns

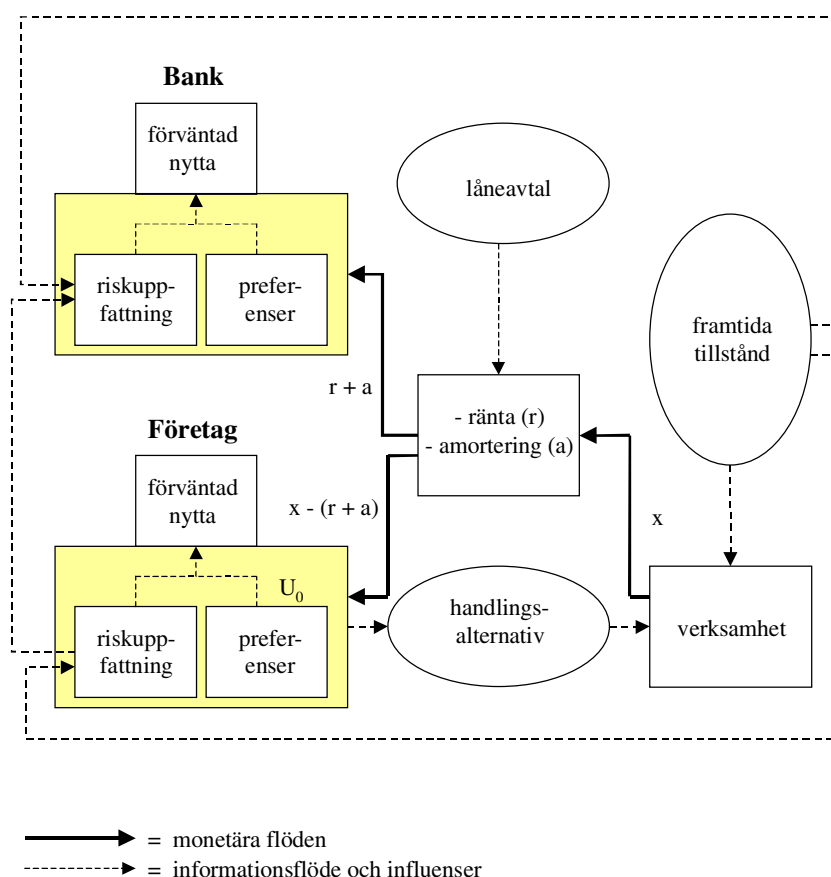
och som ligger bakom det förvärv som genomförts. Vidare strävar företaget efter ett oberoende och att verksamheten skall generera den förväntade avkastningen. Företagets resurs är den verksamhetskunskap som banken saknar.

För att hantera situationer, där parterna är eniga om att ett samarbete bäst skulle gynna båda parterna ingår parterna i kontrakt som uttrycks i det låneavtal som upprättas. Ett sådant låneavtal kan innehålla föreskrifter om vad som skall utföras, hur beslut om handling skall fattas, ersättning mellan parterna och vilket beteende parterna förväntar sig av varandra. Villkor i låneavtal är sådana föreskrifter. Avtalet mellan banken och företaget är resultatet av en förhandling mellan parterna där parterna går in i förhandlingarna med sina egna specifika förutsättningar. Vid tillfället då överenskommelsen träffas så är de framtida omständigheterna okända. Det ekonomiska utfallet beror dock inte bara på vilka beslut och åtgärder som företaget genomför utan även av omständigheter som är oberoende av både bankens och företagets agerande. Sådana omständigheter kan vara förändringar i räntan, konjunkturen, konkurrensförhållanden och annat. Avtalet som upprättas mellan parterna definierar storleken, löptiden och räntan på krediten samt de villkor banken ställer i låneavtalet.

3.4.4 Grundmodellen applicerad på uppdragsrelationen bank-företag

Grundmodellen för en uppdragsrelation, figur 3-1, kan appliceras på den kontraktuella relationen som uppstår då en bank beviljar en kredit till ett högt belånats företagsförvärv. I grundmodellen har principalen ersatts med en *bank* och agenten med ett *företag*, se Figur 3-5 nedan.

Figur 3-5. Uppdragsrelationen bank-företag



Ersättningsplanen har definierats som det kontrakt, eller *låneavtal*, som upprättas mellan parterna inkluderande de lånevillkor som banken upprättar samt den delningsmekanism som avtalet stipulerar. Delningsmekanismen i ett låneavtal definieras av den *ränta*, r , företaget betalar till banken samt *amorteringar*, a , som görs. Restande del av verksamhetens resultat eller kassaflöde, $x - (r + a)$, tillfaller företaget. Delningsmekanismen är här inte beroende av vare sig de handlingsalternativ som företaget väljer och inte heller av framtida tillstånd. Innebörden av en sådan delningsmekanism är att företaget/agenten tar all risk medan banken inte tar någon risk alls under förutsättning att företaget alltid kan betala ränta och amortering. Företaget kan med denna framställning tillgodoräkna sig hela det resultat som verksamheten genererar och som överstiger ränta och amorteringar. Bankens tar dock en risk genom att resultatet, eller snarare kassaflödet, i verksamheten kan bli lägre än som krävs för att räntor och amorteringar skal kunna betalas, dvs. $x < r + a$.

I följande tre kapitel fördjupas perspektivet på och modellen av uppdragsrelationen bank – företag. Effekter av skuldsättningen av företaget som ett högt belånat företagsförvärv på uppdragsrelationen bank – företag utvecklas. Synen på parternas riskbedömning utvecklas på så sätt att parterna inte antags dela riskuppfattning. Bankens övervakning och styrning av företaget i form av villkor i låneavtal diskuteras.

4 SKULDSÄTTNING OCH UPPDRAGSRELATERADE KOSTNADER

Agentteori och skuldsättning av företag har varit och är föremål för forskning. I kapitlet diskuteras ett antal faktorer associerade med skuldsättningen i företag som har koppling till agentteori. Specifikt diskuteras effekter vid skuldsättning vid högt belånade företagsförvärv.

4.1 Skuldsättning och effektivitet

Uppdragsrelationen mellan en bank och ett företag, som studeras i denna avhandling, innebär en hög skuldsättning av företaget. Mycket av den agentteoretiska litteraturen innehåller resonemang och antaganden om att skuldsättning av ett företag påverkar både beteendet och resultatet i verksamheten. Teorier om kapitalstrukturen har traditionellt fokuserats på skuldsättningens skattefördelar som en förklarande faktor till skuldsättning i företag med början i Modigliani & Miller (1963). Skuldsättningens skattefördel avser att kostnaden för skulden kan betalas med icke-beskattade medel ur företaget eftersom räntan är avdragsgill medan kostnaden för eget kapital i form av utdelning ej är avdragsgill. Att förklara skuldsättningen i ett företag med skattefördelarna medför dock att den optimala skuldsättningen i ett företag vore att i sin helhet finansiera företaget med lånat kapital. Risken för finansiell kris, dvs. risken att ett lån inte kan återbetalas, har därför betraktats som en relevant kostnaden för en ökad skuldsättning. Skuldsättningen är därmed ett resultat av en avvägning mellan skuldsättningens skattefördelar och kostnader p.g.a. den ökade risken för finansiell kris. Problemet är att skuldsättning av företag existerade redan innan beskattning av företag förekom (Copeland & Weston, 1988). Teorier om skuldsättning har emellertid utvecklats till att även omfatta teorier baserade på agentteori där skuldsättning i ett företag är ett resultat av en avvägning av uppdragsrelaterade kostnader för lånat och externt eget kapital som inte i bara utgörs av skattefördelar och ökad risk för finansiell kris.

Jensen & Meckling (1976) pekar på två typer av konflikter som ger upphov till uppdragsrelaterade kostnader som i sin tur har samband med skuldsättningen i företag. Den första är konflikten mellan aktieägare och ledningen i ett företag och den andra är konflikten mellan långivare och företagets ägare.

4.1.1 Skuldsättning och konflikt mellan aktieägare och ledning

Konflikten mellan företagets ägare och ledning beror på att ledningen i ett företag inte kan helt kan tillgodoräkna sig vinsterna av aktiviteter som har som syfte att öka vinsterna. Ledningen kan därför tänkas ägna mindre energi åt att maximera värdet på företaget, som antags vara aktieägarnas mål, utan istället använda företagets resurser för att skaffa sig egna fördelar som inte ökar företagets värde. En ökad andel

extern eget kapital dvs. en ökad andel av företaget som ägs av andra än företags ledning, förstärker detta. Exempel kan vara att ledningen ägnar sig åt prestige höjande aktiviteter såsom införskaffande av jetflygplan för ledningen, dyra kontorslokaler eller investeringar som exempelvis företagsförvärv i syfte att bygga företagsimperier, som inte ökar företags värde, men som ger ledningen prestige i bemärkelse av ökad makt och inflytande (Jensen & Meckling, 1976). Tillväxt ökar också ledningens makt genom att öka de resurser de kontrollerar. Tillväxt kan också medföra att ledningens compensation ökar om den är kopplad till företags tillväxt vilket kan förstärka ledningens vilja till icke-värdehöjande investeringar.¹⁹ Aktieägarna kan, för att minska dessa kostnader, övervaka och styra företags ledning. Ett annat sätt att minska kostnaderna i uppdragsrelationen, dvs. maximera företags värde, är att öka ledningens ägande i företaget och på det viset få ledningen att agera i aktieägarnas intresse (Jensen & Meckling, 1976).

Utbetalningar av företags överskottsmedel är ytterligare en metod för att minska kostnaderna medför en reducering av de resurser som företagsledningen har kontroll över. En konflikt kan därför uppstå huruvida överskottsmedlen skall delas ut till aktieägare eller stanna kvar i företaget och där riskeras att användas till icke-värdehöjande aktiviteter som ger en avkastning som inte motsvarar ägarnas alternativkostnaden och därmed är till nackdel för ägarna (Jensen, 1986).

Skuldsättning innebär också ett åtagande om att betala ut framtida intjänade medel till kreditgivaren. Skuldsättning reducerar därmed de medel som företagsledningen har tillgång till och därmed ledningens utrymme för icke-värdehöjande aktiviteter och fungerar dessutom motiverande på företagsledningen. Skuldsättningens disciplinerande effekt är mest uttalad i de företag som har ett gott kassaflöde, och som genererar ett stort överskott, men där inga direkta tillväxtmöjligheter finns. I organisationer som måste minska sin verksamhet är effekten som viktigast. I snabbt växande företag med ont om rörelsekapital och gott om goda investeringsmöjligheter är denna disciplinerande effekt inte lika uttalad (Jensen, 1986).

Ökad skuldsättning medför också ökad finansiell risk i form av ökad risk för konkurs. Risker för förlusten av makt och prestige i samband med konkurs skulle därför också ha en disciplinerande effekt på ledningen som därmed i större utsträckning ägnar sig åt värdehöjande aktiviteter och i mindre grad åt aktiviteter som medför egen nytta utan att höja värdet på företaget. En konkurssituation är kostsam för företagsledningen i det avseende att de då förlorar styrningen över de resurser de är tillsatta att förvalta samt att ledningens rykte kan försämrats. Skuldsättning medför därför ett incitament till att arbeta hårdare, spendera mindre resurser på aktiviteter

¹⁹ Donaldson (1984) drar slutsatsen, efter att ha studerat 12 stora Fortune 500 företag i USA, att företagsledningen inte hade som målsättning att maximera företags värde utan snarare maximera "corporate wealth" definierad som företags aggregerade köpkraft tillgänglig för företagsledningen för strategiska ändamål vid en given tidpunkt.

som gynnar dem, men inte företagets ägare, samt leda till bättre investeringsbeslut då detta minskar risken för konkurs (Grossman & Hart, 1982).

Ett resonemang kan föras där ledningen och ägare i ett företag har olika uppfattning om hur en verksamhet skall bedrivas och att företagets ledning alltid vill investera de medel som finns tillgängliga även om en utbetalning av överskott är bättre för aktieägarna som antags ha bättre alternativa placeringsmöjligheter (Stultz, 1990). En reglering av investeringar i kontrakt antags inte kunna lösa ägarnas och ledningens skilda uppfattningar om hur verksamheten skall bedrivas. Fördelen med skuldsättningen är i det läget att de medel som ledningen disponerar över reduceras i och med att en del av de medel som verksamheten genererar tillfaller långivaren. Därmed finns mindre utrymme för aktiviteter som inte leder till ett ökat värde på företaget. Nackdelen med skuldsättning, och de ränte- och amorteringsbetalningar som följer, är att inte tillräckligt med medel finns för lönsamma investeringar. Den optimala skuldsättningen är därmed ett resultat av skuldsättningens förmåga att förhindra olönsamma investeringar mot risken att inte tillräckligt med medel finns för lönsamma investeringar (Stultz, 1990).

Ett liknande resonemang är att ledningen inte alltid agerar i ägarnas bästa intresse utan behöver disciplineras (Harris & Raviv, 1990). Antagandet som leder till denna utgångspunkt är att ledningen för ett företag alltid vill fortsätta verksamheten även om en likvidering av företaget föredras av aktieägarna. Skuldsättning mildrar motsättningen mellan parterna genom att ge investerare (långgivare) möjlighet att tvinga företaget i likvidering om resultatet inte är tillräckligt bra. En skuldsättning av företaget öppnar möjligheten till informationsinsamling om företagets verksamhet och framtidsutsikter som har betydelse för beslut om likvidering som en investerare fattar. Skuldsättningens informationsgenerering är av två slag. Information tillhandahålls dels genom företagets förmåga att faktiskt betala igen lånet, vilket ger information om företagets ställning, dels i samband med en betalningsinställelse då företaget måste förse investerare med information om företagets framtidsutsikter. En större skuldsättning ökar sannolikheten för att företaget ifråga ställer in betalningarna och ger därmed tillfälle till en undersökning av företaget och ett val huruvida krediten skall sägas upp eller om en omstrukturering av företaget är aktuellt. I de fall där företaget har möjlighet att fortsätta att betala så antags ledningen däremot fortsätta verksamheten även om en likvidation skulle vara ett bättre alternativ. I de fall företaget ställer in betalningarna använder långivaren resurser till att insamla information som är relevant för att fatta ett korrekt beslut om att säga upp lånet. Eftersom långivaren strävar efter att fatta ett korrekt beslut baserat på informationen så medför den uteblivna betalningen att ett bättre beslut kan fattas. Informationsinsamlingen är dock kostsam. I fall av upprepade inställningar av betalning så blir kostnaden för informationsinsamlingen för hög. Skuldsättningen blir därför en avvägning mellan effektiva beslut om att säga upp lån eller omstrukturera

och kostnaderna för informationsinsamling i samband med dessa beslut. Harris & Raviv (1990) menar att om investerare är osäkra om kvaliteten på ledningen och strategin att driva företaget vidare så kan de använda sig av skuldsättning för att generera information om detta och ha åsikter om hur verksamheten bedrivs. Informationens nytta beror på tidsschemat för betalningarna och storleken på betalningarna. Investerare kommer därför att utforma återbetalningen, och därmed skuldsättningen, delvis som en följd av behovet för användbar information (Harris & Raviv, 1990).

4.1.2 Skuldsättning och konflikt mellan aktieägare och långivare

Den andra konflikten är den mellan företags aktieägare och långivare (Jensen & Meckling, 1976). Konflikten mellan långivare (exempelvis en bank) och låntagare (exempelvis ett företag med dess ägare och ledning) har sin grund i att en låntagare/aktieägare kan försämra värdet av långgivares fordran genom:

- *substitution av tillgångar*
- *otillräckliga investeringar*
- *utdelning till aktieägare*
- *utspädning av anspråk* (Smith & Warner, 1979)²⁰.

Substitution av tillgångar: Långivarna lånar ut kapital till företaget med en uppfattning om hur pengarna skall användas och risken i företaget. Om istället företaget genomför projekt som är mer riskfyllda än banken tror så utsätter företaget banken för en ökad kreditrisk. Om en investering ger avkastning som vida överstiger kostnaden för finansieringen så tillfaller överskottet aktieägarna. Om investeringen misslyckas så drabbas inte aktieägarna fullt ut då deras insats är begränsad. Långgivaren riskerar däremot att förlora hela krediten. Risken är att aktieägare därmed sporras att investera i högriskprojekt som sänker värdet på långgivarens kredit. Kontrakt i samband med krediter kan därför förväntas innehålla lånevillkor som minskar risken för att företaget genomför alltför riskfyllda projekt som kan minska värdet på krediten, dvs. öka kreditrisken. Att upprätta och följa upp dessa lånevillkor är kostsamt. Om långgivaren kan förutse ägarnas riskfyllda beteende så påverkar det låntagarens kostnad för krediten. En korrekt prissättning av skulden kommer att spegla risken och även inkludera kostnader för att upprätta och följa upp lånevillkor. I de fall kostnaden för det lånade kapitalet inte speglar denna risk så är det en kostnad för långgivaren och betecknas som substitution av tillgångar, "*asset substitution*" (Jensen & Meckling, 1976). Substitution av tillgångar betecknas också med "*risk shifting*" vilket tydliggör att konflikten mellan parterna handlar om vem av parterna som

²⁰ De engelska beteckningarna är: 1) "asset substitution", 2) "underinvestment", 3) "dividend payments" och 4) "claim dilution".

skall ta risken och huruvida prissättningen av fordran speglar fördelningen av risktagande i relationen.

Otillräckliga investeringar: stora delar av ett företags värde ligger i framtida investeringsmöjligheter. Ett företag kan avstå från att genomföra lönsamma investeringar om värdet av investeringen i första hand tillfaller långgivaren (Myers, 1977). I situationer där konkurs är överhängande så har ägarna till verksamheten inget incitament att bidra med kapital till investeringar även om de är värdehöjande. Anledningen är att avkastningen på investeringar i första hand riskerar att tillfalla långivarna och inte aktieägarna. En ökad skuldsättning medför därför att fler värdehöjande investeringar avslås av aktieägarna vilket är ytterligare en kostnad som extern finansiering medför (Myers, 1977).

Utdelning till aktieägare: Om ett företag tar ett lån under förespegling av en given utdelningspolicy så kan värdet av långivares fordran minska genom att företaget ökar utdelningen på bekostnad av nödvändiga investeringar. Extremfallet är att företaget tar ett lån för att sedan sälja alla tillgångar och dela ut pengarna till ägarna. Långivarens fordran har då inget värde. Otillräckliga investeringar genererar likvida medel som kan användas för utdelning (Kalay, 1982). Konflikten avseende ägarnas utdelning kan därför betraktas som en delmängd av eller orsak till konflikten orsakad av otillräckliga investeringar (Malitz, 1994).

Utspädning av anspråk: Om företaget tar ett lån under förutsättningen att inga nya lån skall upptas medför ytterligare lån att existerande fordringar hos långgivare sjunker i värde om de nya lånen har samma eller högre prioritet. Enskilda långivarnas anspråk på tillgångar i företaget späds ut med ökat antal långgivare. Nya lån innebär emellertid ofta att ett investeringsbeslut fattats vilket gör att konflikten utspädning av anspråk kan betraktas som en delmängd av konflikten substitution av tillgångar (Malitz, 1994).²¹

Ett antagande kan göras att i fall av konflikt mellan ägare och ledning så agerar ägarna på ett sätt som även gynnar långivarna och i fall av konflikt mellan ägarna och långivarna så agerar ledningen på ett sätt som gynnar ägarna (Malitz, 1994). Med ett sådant antagande kan konflikterna reduceras till en konflikt mellan långgivare och företag där företaget antingen betraktas som ägarna och/eller ledningen. Konflikten mellan aktieägare och ledning antags således även spegla en konflikt mellan långgivare och företaget. En konflikt mellan aktieägare och långgivare betraktas likaså som en konflikt mellan långgivare och företag.²² Skuldsättningens fördelar och kostnader ur aktieägarnas synvinkel i antas därför också vara fördelar och kost-

²¹ En renodlad utspädning av anspråk som inte innefattar ett investeringsbeslut innebär i princip att nya lån upptas och att pengarna omedelbart delas ut till aktieägarna (Malitz, 1994).

²² Se figur 3.3 för en definition av "företaget".

nader för långgivaren. I Tabell 4-1 sammanfattas skuldsättningens fördelar och kostnader i en uppdragsrelation.

Tabell 4-1. Skuldsättningsrelaterade kostnader

Författare	Parterna	Problem	Fördel med skuld	Kostnad med skuld
Jensen & Meckling, 1976	Långgivare kontra ägare	Dolt risktagande	Skattefördel	Substitution av tillgångar Kostnad för upprättande av kontrakt Kostnad för övervakning och styrning
Myers, 1977	-	-	-	Minskat utrymme för värdehöjande investeringar
Smith & Warner, 1979	Långgivare kontra ägare	Ägarnas maximering av eget kapital framför företagets totala värde (inklusive skulder)	Skattefördel, signal – om företagets goda framtidsutsikter, dämpar uppdragsrelaterade kostnader	Substitution av tillgångar Otillräckliga investeringar
Grossman & Hart, 1982	Ägare kontra ledning	Ledningens förmåner Suboptimala investeringar	Incitament att minska förmåner och genomföra lönsamma investeringar	-
Jensen, 1986	Ägare kontra ledning	Suboptimala investeringar	Reducera fritt kassaflöde som minskar utrymmet för suboptimala investeringar	-
Harris & Raviv, 1990	Ägare kontra ledning	Ineffektiv likvidering	Ger möjlighet till insyn och effektiv likvidering	Kostnad för övervakning och styrning
Stultz, 1990	Ägare kontra ledning	Suboptimala investeringar	Reducera fritt kassaflöde som minskar utrymmet för suboptimala investeringar	Minskat utrymme för lönsamma investeringar

4.1.3 Skuldsättning som signal

Teorier om skuldsättning i företag bygger på antagande om asymmetrisk information på kapitalmarknaden och innebär att företags ledning har större kännedom om företagets avkastningsförmåga och investeringsmöjligheter än utomstående investerare (Ross, 1977, Leland & Pyle, 1977). Problemet med asymmetrisk information gör dock att företag med goda utsikter inte kostnadsfritt kan informera marknaden om företagets goda kvalitet, för att på det viset höja företagets värde, eftersom alla andra företag, bra som dåliga, också har samma strävan. Investerare är därför skeptiska till den subjektiva information de anser att företagen lämnar och att endast framtiden kan avgöra vilka företag som är bra respektive dåliga. Ett företag med bra utsikter kan därför genom sitt handlande, snarare än med ord, signalera till in-

vesterare om kvaliteten på företaget. Signalen måste däremot vara kostsam så att dåliga företag inte har möjlighet att sända samma signal. Valet av skuldsättning är en signal till utomstående med information om företagets verksamhetsutsikter. Investerare uppfattar en ökad skuldsättning som en signal om att företaget har en bra avkastningsförmåga och bra investeringsmöjligheter. Företaget drar nytta av att erhålla en kredit, men drabbas negativt om företaget skulle gå i konkurs, varför företag med goda utsikter kan öka sin skuldsättning för att dra nytta av de goda investeringsmöjligheterna. Investerare tolkar den ökad skuldsättningen som en signal att företagets ledning har kännedom om dessa goda investeringsmöjligheter. Mindre kreditvärdiga företag antas drabbas hårdare vid en konkurs varför de inte försöker imitera signalen som kreditvärdiga företag kan ge investerare genom att öka skuldsättningen.

Leland & Pyle (1977) menar att det är kostsamt och svårt för investerare att få tillgång till information om företag. För att de företag som är lämpliga att investera i skall kunna särskiljas måste investeraren få tillgång till information. En signal som kan ge den informationen är om någon med tillgång till information om företagen är beredd att investera i företaget. Viljan att investera i företaget fungerar då som en signal om företagets status. Signalen gör det möjligt för andra investerare att särskilja bra företag från dåliga. Leland & Pyle (1977) visar i en modell hur en informerad investerares vilja att investera i ett företag tjänar som en sådan signal. Företagets värde ökar med en ökad andel som den informerade investeraren äger. Kostnaden för signaleringen är enligt Leland & Pyle (1977) att företagets ägare är tvungen att investera en större del själv, och ta en större risk, än vad som skulle vara nödvändigt om informationen om företagets kvalitet var tillgänglig för investerare, dvs. i en situation där inte asymmetrisk information råder. Viljan hos företagets ägare att själva investera i företaget fungerar således som en kostsam signal till andra investerare om företagets kvalitet. Att inte signalera skulle däremot kunna resultera i att inga investeringar skulle kunna finansieras till en kostnad som företaget skulle finna acceptabel. Tabell 4-2 nedan sammanfattar resonemanget kring skuldsättning som signalering om företagets framtidsutsikter.

Tabell 4-2. Skuldsättning och signalering

Författare	Parterna	Problem	Fördel med skuld	Kostnad med skuld
Leland & Pyle, 1977	Potentiella långivare och potentiella ägare kontra ägare	Asymmetrisk information	Signal om företagets goda framtidsutsikter	Större risktagande för ägarna
Ross, 1977	Potentiella långivare kontra ägare och ledningen	Asymmetrisk information	Signal om företagets goda framtidsutsikter	Ökad finansiell risk

4.2 Skuldsättning och specialfallet högt belånade företagsförvärv

Jensen & Ruback (1983) argumenterar för att högt belånade företagsförvärv är ett sätt att disciplinera en ineffektiv företagsledning m.h.a. den höga skuldsättningen av företaget. Förvärvaren antogs vidare anse att de, utifrån den information de har, på ett bättre, mer effektivt sätt kan förvalta och bedriva verksamheten än företagsledningen.²³ Högt belånade företagsförvärv medför därför en situation där den positiva effekten av ökad skuldsättning är märkbar. Jensen (1986) hävdar att många av fördelarna med företagsförvärv, där publika bolag blir privata samt lånefinansierade företagsförvärv, som medför en kraftig ökning av skuldsättningen, kan förklaras av den disciplinerande effekten som skuldsättningen medför. Dessa transaktioner medför att företag på ett fördelaktigt sätt minskar uppdragsrelaterade kostnader. Eftertraktade uppköpskandidater är därför företag eller divisioner i större företag som har haft en stabil utveckling och stora överskott, jämn och hög avkastning men ingen tillväxt, dvs. företag där uppdragsrelaterade kostnader till följd av ett stort fritt kassaflöde förväntas vara stora.

Teorin om skuldsättningens disciplinerande och effektivitetshöjande effekt förutsäger vilka företagsförvärv som kan antas vara värdehöjande och hur företagsförvärv både är ett tecken på konflikter mellan aktieägare och företagsledning samt lösningen på konflikten. Företagsförvärv är ett sätt för företagsledningen att använda överskottsmedel istället för att dela ut dem till aktieägarna. Teorin medför att företagsledning med oanvänd lånepotential och stort överskott i kassaflödet i större utsträckning genomför företagsförvärv som inte medför ett ökat värde åt aktieägarna. Företagsförvärv, som ger ett ökat värde för aktieägarna, sker i fall där ett stort överskott i kassaflödet finns och där den interna styrningen i företaget medger att överskottet används till icke-värdehöjande aktiviteter. Skuldsättningen kan vara så hög att företaget inte kan drivas vidare i samma form som tidigare. Skuldsättningen skapar en kris som motiverar försäljningen av icke-lönsamma delar av verksamheten som är mer värda utanför företaget, och stopp för olönsamma expansionsplaner. Inbetalningar från försäljningar av tillgångar ger möjlighet till återbetalning av skulder så att nivån på skuldsättningen går ned till en mer hanterbar nivå. Resultatet kan vara ett mer konkurrenskraftigt företag.

Teorin förutsäger att företagsförvärv som finansieras med lånat kapital medför större fördelar än företagsförvärv som genomförs genom byte av aktier. Jensen (1986) menar vidare att teorin om skuldsättningens förmåga att effektivisera och disciplinera företag och reducering av uppdragsrelaterade kostnader har stöd i många empiriska undersökningar där öknings av skuldsättning har en positiv effekt på aktiekurser (Jensen & Smith, 1985 och Smith, 1986).

²³ Resonemanget avser de situationer där förvärvaren inte utgörs av företagsledningen

Williamson (1988) ser inte den höga skuldsättningen, som kan förekomma i samband med företagsförvärv, som ett led i att disciplinera företagsledningen. Williamson (1988) betraktar skuldsättningen som en följd av tillgångarnas sammansättning i det köpta företaget. Värde skapas i samband med att extern finansiering av företagsförvärv endast då skuldsättningen i det köpta företaget ligger långt ifrån den optimala. Ett sådant tillstånd återfinns i företag med en mycket låg skuldsättning och en stor del av tillgångarna med alternativt värde och därmed är lämpliga att förvärva med lånade medel. Williamson (1988) menar att en stor del av de högt belånade företagsförvärv som förekom under 80-talet visade på dessa karaktäristiska. I de fall ledning är förvärvaren kan ledningen anse sig ha överlägsen kunskap och insikt om värdet på företaget men att detta värde inte går att signalera till marknaden. Företaget uppfattas som undervärderat. Williamson (1988) menar att detta kan vara en förklaring till varför lånefinansierade företagsförvärv sker som sedan följs av en notering av företaget där det rätta värdet framkommer.

4.2.1 Ökad effektivitet i den förvärvade verksamheten

Fox & Marcus (1992) och Phan & Hill (1995) menar att högt belånade företagsförvärv ofta medför förändringar i företags målsättning, strategi och organisatoriska struktur. Effektivitet får större betydelse. Förändringarna och den ökade fokuseringen på effektivitet visar sig i ökad lönsamhet. Företagsledningens ökande ägande, som ofta sker i samband med lånefinansierade förvärv, är en förklarande faktor till den ökande effektiviteten och lönsamheten. Högt belånade företagsförvärv leder till att lönsamheten initialt stiger men att den ökade lönsamheten avtar inom några år (Phan & Hill, 1995). Phan & Hill (1995) pekar speciellt på fokusering på effektivitetshöjande målsättningar som leder till ökad decentralisering, minskad diversifiering och istället ökad fokusering på kärnverksamheten samt minskad hierarkisk komplexitet. Att högt belånade företagsförvärv ger en ökad lönsamhet på lång sikt är det svårt att finna belägg för (Phan & Hill, 1995).

Fox & Marcus (1992) pekar på att effekterna av lånefinansierade företagsförvärv kan betraktas annorlunda ur ett beteende perspektiv. Ur detta perspektiv betraktas överskottet på resurser, eller det fria kassaflödet, som en organisatorisk reserv. Om företaget utsätts för ett internt förändringstryck är det nödvändigt för företaget att ha tillräckligt med medel för att en framgångsrik anpassning till de nya förhållandena skall kunna ske. Samma sak gäller externa förändringar som gör det nödvändigt för företaget att anpassa sig. Överskottet av medel kan ur detta perspektiv betraktas som en kostnad på grund av effektivitetsminskning som måste betalas för att i framtiden ha möjlighet att ta tillvara möjligheter. Överskottet ger företaget möjlighet att invänta ny information om framtida möjligheter och tid för att osäkerheter om framtiden skall minska. Överskottet ger därmed företaget möjlighet att behålla sin konkurrenskraft och utrymme för innovationer.

Fox & Marcus (1992) menar vidare att följden av ett högt belånade företagsförvärv är en kortsiktig ökad lönsamhet och att viktiga orsaker till det är förbättrat rörelsekapital, minskade lager och effektivare hantering av kundfordringar. Strävan att förbättra effektiviteten och lönsamheten, minska kostnader och eventuellt sälja av tillgångar kan medföra belastningar för de anställda i företaget. Löner kan komma att påverkas, anställda kan komma att sägas upp och den ökade skuldbördan kan användas som motargument i förhandlingar med fackföreningar. Den långsiktiga lönsamheten kan därför påverkas negativt av att de anställda inte känner samma förpliktelser för företaget. Vidare lyfter Fox & Marcus (1995) fram den kritik som finns innebärande att ledningen har ett kortsiktigt tänkandet som kan leda till en fokusering på kortsiktig lönsamhet på bekostnad av långsiktiga investeringar och nämner forskning och utveckling som ett exempel på investeringar som kan drabbas.

Ytterligare en viktig aspekt av högt belånade företagsförvärv är när ledningen är en del av investerarna. Ledningen har två intressen. Det ena intresset följer av ledningens åtagande gentemot ägarna av företaget att sälja företaget till ett så högt pris som möjligt och det egna intresset att köpa företaget till ett så lågt pris som möjligt. Följden blir att ledningen kan ha ett incitament att manipulera informationen om företaget så att företags värde underskattas (Fox & Marcus, 1995).

Den avtagande lönsamheten på lång sikt som Phan & Hill (1995) visar på stöder Long & Ravenscraft (1993a, 1993b) som menar att nivån på forskning och utveckling samt lönsamheten tenderar att avta på lång sikt i högt belånade företagsförvärv. Den ökade skuldbördan medför minskade investeringar och forskning och utveckling som på lång sikt innebär sämre konkurrensförmåga och lägre lönsamhet.

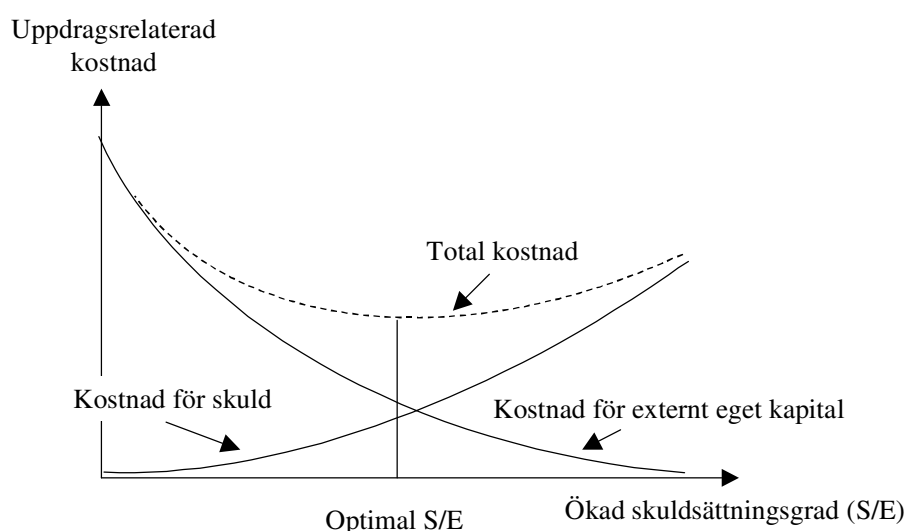
Ett lånefinansierat företagsförvärv kan medföra både en ökad effektivitet och omstruktureringar av ett företag samtidigt som risken finns att den långsiktiga lönsamheten inte ökar då nödvändiga investeringar inte blir gjorda. Skuldsättningen i samband med ett företagsförvärv kan ha olika effekt på verksamheten. Fox & Marcus (1992) och Phan & Hill (1995) refererar till ett antal olika empiriska undersökningar och konstaterar i linje med sina egna teser att lånefinansierade företagsförvärv på kort sikt tenderar att visa en ökad lönsamhet medan det på lång sikt inte finns ett sådant samband ²⁴. Vidare menar även Phan & Hill (1995) att den ökade kortsiktiga lönsamheten inte bara förklaras av den disciplinerade effekten av en ökad skuldsättning utan även av ledningens eventuella eget ägarintresse.

²⁴ Se exempelvis Kaplan (1989), Singh (1990), Lichtenberg & Siegel (1990), Liebeskind, Wiersema & Hansen (1992), Kaplan & Stein (1993) och Seth & Easterwood (1993).

4.2.2 Optimal skuldsättning genom minimering av uppdragsrelaterade kostnader.

Givet ökade uppdragsrelaterade kostnader med en ökad andel extern eget kapital å ena sidan och ökade uppdragsrelaterade kostnader med en ökad skuldsättning å andra sidan så finns en optimal nivå på skuldsättningsgraden (S/E) där de totala uppdragsrelaterade kostnaderna minimeras. En teori om skuldsättningsgraden kan därför existera oavsett om skuldsättningsgradens eventuella skattefördelar och kostnader för finansiell kris (Copeland & Weston, 1988). I de fall de uppdragsrelaterade kostnaderna är låga, vilket kan vara fallet med företag med ett spritt ägande, så kan den optimala skuldsättningen vara ett resultat av en avvägning mellan uppdragsrelaterade kostnader för ökad skuld och ökad skattefördel. Figur 4-1 visar på hur en optimal skuldsättning i ett företag är resultatet av att de uppdragsrelaterade kostnaderna minimeras.

Figur 4-1. Optimal skuldsättning



Källa: Copeland & Weston, 1988.

Teorier om skuldsättningsgraden i företag är till stor del komplement till varandra. Skuldsättningsgraden i företag kan förklaras av ett antal potentiella faktorer, inklusive skatter och uppdragsrelaterade kostnader. Vilka av dessa faktorer som har störst betydelse i olika situationer är till stor del empiriskt obesvarat enligt Harris & Raviv (1991) som dock menar att det är tämligen väl visat i ett antal studier att ökad skuldsättning medför ett ökat värde på aktier. Studierna har tolkats som att en ökning av skuldsättningen genererar ny information om företags utsikter vilket stöder modeller om skuldsättningsgradens disciplinerande effekt på företagsledningen. Även modeller om skuldsättning som signal om företagets kvalitet såväl som teorier baserade på skuldsättningsgradens värdehöjande effekt genom den skatterabatt som skuld-

sättning medför stöds av studierna. Ingen av modellerna kan heller direkt förkastas med hjälp av de empiriska undersökningar som genomförts enligt Harris & Raviv (1991).

4.3 Skuldsättning och uppdragsrelationen bank-företag

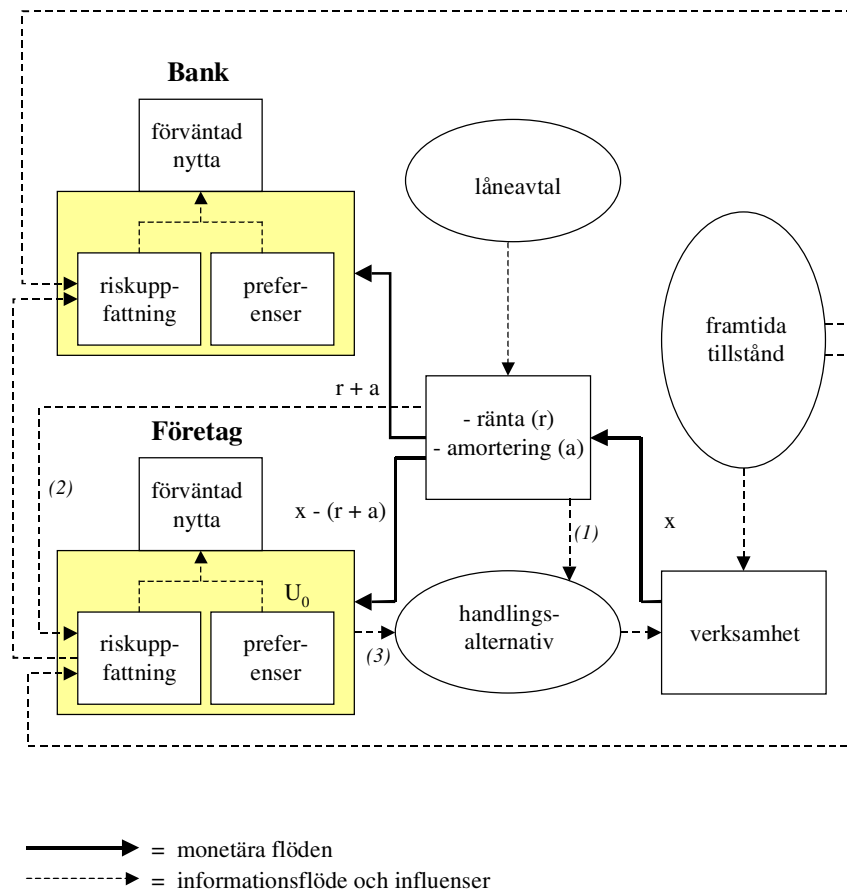
Med utgångspunkt i de fördelar och kostnader som skuldsättning medför, skuldsättning som signalering och skuldsättningens disciplinerande effekt i samband med högt belånade företagsförvärv kan ett resonemang föras avseende skuldsättningens påverkan på uppdragsrelationen bank-företag. Principalen har i den studerade uppdragsrelationen konkretiserats till bank och agenten utgörs av ett företag.²⁵

Bankens kreditgivning till ett företagsförvärv påverkar företaget på ett sätt som inte helt går att avgöra i förväg. Skuldsättningen kan medföra fördelar, men också kostnader, vilket kan påverka företagets lönsamhet. Vidare kan sägas att banken tar intryck av att en annan investerare, som kan vara företagets ledning eller annan investerare, genomför förvärvet. Köparens vilja att investera fungerar som en signal till banken som indikerar att företagets framtidsutsikter är goda och att företagets beteende och resultatet kommer att medföra att företagets kreditvärdighet behålls. Investerarens vilja att lånefinansiera förvärvet är en signal som fungerar som ett substitut för den information om företagets goda framtidsutsikter som de nya ägarerna antags ha, men som banken inte har fullständig tillgång till. Signalen medför en minskad osäkerhet för banken beträffande företagets framtidsutsikter. Bankens bedömning av risken i relationen påverkas således dels av den ökade skuldsättningen i företaget och dels det faktum att en annan investerare är beredd att lånefinansiera förvärvet.

En alltför hög skuldsättning medför att banken påtar sig en alltför stor risk om bankens satsade kapital i för stor utsträckning överstiger förvärvarens satsade kapital. Vidare medför den stora skuldsättningen att utrymmet för goda investeringar krymper då resultatet av verksamheten i första hand används till att betala av skulden vilket också medför en ökad finansiell risk. Figur 4-2 åskådliggör skuldsättningens effekt på uppdragsrelationen bank – företag i form av den påverkan skuldsättningen har på företagets handlingsalternativ och skuldsättningens effekten på företagets uppfattning om risken i verksamheten.

²⁵ Se figur 3.3 för en definition av ”företaget”.

Figur 4-2. Skuldsättning och uppdragsrelationen bank – företag



Skuldsättningen medför en begränsning på de handlingsalternativ företaget har i och med att delningsmekanismen medför att kassaflödet från rörelsen reduceras (1). Ränta och amorteringar skall betalas vilket ger ett minskat utrymme för investeringar och andra åtgärder som medför kostnader i företaget. Utrymmet för handlingar som ej ökar företags värde minskar således vilket gynnar aktieägare och banken då risken i krediten minskar med ett ökat värde på företaget.

Skuldsättning i sig medför också en ökad finansiell risk som har en disciplinerande effekt på företaget att agera på ett sätt som inte riskerar företags fortlevnad. Företags riskuppfattning (och bankens) påverkas av den ökade finansiella risken (2). Risken för konkurs medför att företagsledningen också agerar på ett sätt som gynnar både aktieägarna och banken. Förvärvet som sådant har dock också effekter på företags struktur och strategier som kan medföra en långsiktigt försämrad lönsamhet (3).

I följande två kapitel utvecklas perspektivet på och modellen över på uppdragsrelationen bank-företag ytterligare genom ett resonemang kring bankens riskuppfattning samt bankens övervakning och styrning av företaget genom de villkor som ställs upp i låneavtalet.

5 RISKUPPFATTNING OCH HANTERING AV RISK

En beskrivning av riskuppfattning, hantering av risk och beslutsfattares förmåga att övervaka och styra utfall av ett val diskuteras. Villkor i låneavtal sätts i relation till bankens riskuppfattning och riskhantering. Avslutningsvis appliceras resonemanget på uppdragsrelationen bank – företag och villkor i låneavtal.

5.1 Riskuppfattning

Ett investeringsbeslut innebär ett beslut med någon grad av osäkerhet om det framtida utfallet av investeringen. Tre typer av beslutssituationer brukar särskiljas (Luce & Raiffa, 1957): *i*) beslut under säkerhet, där varje alternativ utan varians leder till ett visst utfall, *ii*) beslut under risk, där varje alternativ leder till ett antal utfall med en specifik sannolikhet samt *iii*) beslut under osäkerhet, där varje alternativ kan leda till en uppsättning utfall där sannolikheten för utfallen är okänd.

Riskbegreppet är en del av en större idé om att val görs i skenet av det förväntade värdet av olika alternativ. Praktiskt taget all beslutsteori antar att beslutsfattare föredrar större förväntad nytta framför mindre, allt annat lika. Ofta antags också att beslutsfattare föredrar mindre risker framför större risker, allt annat lika. Förväntad nytta antags därmed vara positivt relaterat och risk negativt relaterat till hur attraktivt ett alternativ är. Risk kan betraktas som en avspeglning av variationen i en distribution av möjliga utfall, utfallens sannolikheter och värdet av utfallen. Risk mäts som variansen i en sannolikhetsfördelning av möjliga vinster eller förluster associerade med ett specifikt alternativ (Pratt, 1964, Arrow, 1965). Beslutsteori utgår från att rationella beslutsfattare hanterar risk genom att först göra beräkningar och analysera olika alternativ och utfall och sedan välja mellan de alternativ av risk och avkastning som finns tillgängliga.

5.1.1 Beslutsfattare och riskuppfattning

Antagande om att individer är risk-averta är vanligt förekommande inom beslutsteorin (Pratt, 1964, Arrow, 1965). Riskaversion innebär att individen vid ett val mellan ett beslut under säkerhet och ett beslut under risk med samma förväntade värde kommer att föredra det första alternativet. Normalt måste beslutsfattare därför kompenseras för risktagande. Riskfyllda alternativ skall då ha större avkastning. Risk-averta beslutsfattare föredrar relativt liten risk och är villiga att acceptera en lägre förväntad avkastning i utbyte mot en lägre varians i de möjliga utfallen. En risk-avert beslutsfattare föredrar därför ett alternativ med säker avkastning framför ett riskfyllt alternativ även om väntevärdet är detsamma som i det säkra alternativet. Riskvilliga beslutsfattare föredrar relativt hög risk och är villiga att acceptera

lägre förväntad avkastning i utbyte mot en större variation i de möjliga utfallen. En risk-neutral beslutsfattare är neutral inför valet av ett alternativ med säker avkastning och ett riskfyllt alternativ med samma väntevärde.

En deskriptiv beslutsteoretisk ansats studerar på vilket sätt beslut fattas och skapar modeller av hur det går till vilket visar att beslut inte alltid fattas på strikt rationella grunder.²⁶ *The satisfying principle* är ett sådant exempel och är en regel som beskriver hur beslutsfattare agerar givet den mänskliga begränsade förmågan att hantera information. Beslut sker genom att en färre grupp av alla möjliga alternativ studeras och sedan väljs ett alternativ som är tillräckligt bra (Simons, 1955). Ett optimalt val görs således ej ur ett strikt normativt rationellt perspektiv. Studier som specifikt tar upp hur beslutsfattare inom företag uppfattar risk visar att möjligheten att påverka och kontrollera ett skeende har betydelse för hur risken uppfattas (MacCrimmon & Wehrung, 1986), (March & Shapira, 1987), (Shapira, 1994) och (Olsen, 1997). Beslutsfattare betraktas som aktiva och inte som beslutsfattare som passivt betraktar ett händelseförlopp efter att ett beslut fattats.

Shapira (1994) menar att beslutsfattare är okänsliga för uppskattningar av olika utfalls sannolikheter. Beslutsfattare känner sig mer hemma med detaljerade beskrivningar av speciella händelser såsom "det sämsta tänkbara utfallet" än med summerande statistik och sannolikheter. Begreppet sannolikhet implicerar händelser som är slumpmässiga och ej kontrollerbara. I de flesta fall så verkar utfallens värde utgöra en mer central roll än utfallens sannolikheter. Beslutsfattarnas uppmärksamheten vid utvärdering riktas mot extremerna bland utfallen. Utfall i distributionens ändar får större uppmärksamhet. Beslutsfattare oroar sig mer över faktiska förluster än de gör över alternativförluster. En sannolikhetsfördelning över utfall inkluderar både positiva som negativa utfall. Den förra spelar en mindre roll i beslutsfattaress uppfattning av risk. För beslutsfattare utgörs risk bara av de negativa utfallen. De positiva utfallen eller möjligheterna till vinst är av stor betydelse i samband med att alternativ utvärderas, men risk betraktas som enbart associerat med de negativa utfallen. MacCrimmon & Wehrung (1986) definierar risk som "*exposure to a chance of loss*", eller exponering av möjlig förlust. För det *första* är det nödvändigt att situationen medför en möjlig förlust av något slag. Förlusten får inte vara säker. En säker förlust är ingen risk. För det *andra* så uttrycker exponering av förlust i vilken omfattning förlusten faktiskt drabbar beslutsfattaren.

Shapira (1994) menar att beslutsfattaress beteende indikerar olika sätt att behandla risk både kognitivt och emotionellt. Olika metoder att behandla risk inkluderar en fokusering på ett antal värden i distributionen av utfall och fokusering på vissa kritiska målsättningar. Hantering av risk är en dynamisk process där estimat modifie-

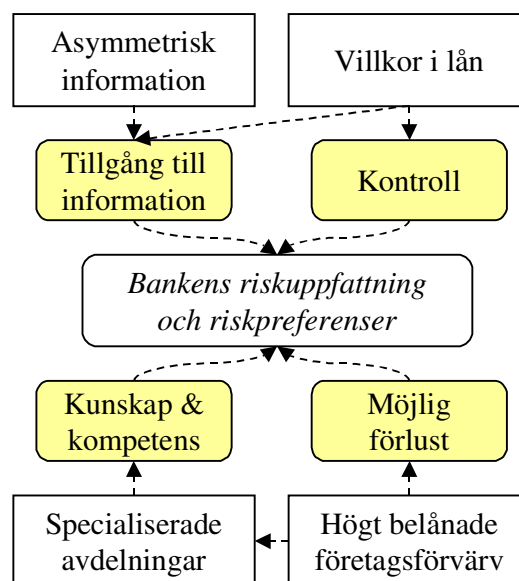
²⁶ Se exempelvis Hogarth, Robin & Reder (1987) och Luce & von Winterfeldt, D (1994) för en diskussion angående begreppet "rational choice" inom normativ nytte teori och psykologi.

ras, parametrar ändras och problem omstruktureras på ett aktivt sätt. I en sådan dynamisk-aktiv process blir vikten av noggranna sannolikhetsestimater oklar. Många beslut som fattas avser unika, icke upprepade situationer vilket leder till att statistisk analys får mindre betydelse. Shapira (1994) menar vidare att det finns indikationer på att beslutsfattare ibland förnekar risker genom att hävda att det inte finns någon risk eller genom att risken är så liten att den kan ignoreras. Vidare finns en tendens hos individer att utveckla teorier om kausaliteten avseende händelser där samband är helt slumpmässiga, Tversky & Kahneman (1981).

5.2 Bankens riskuppfattning

Tversky & Kahneman (1992) anser att beslutsteorier är som bäst approximativa och inkompleta. Val är en konstruktiv och omvärldsberoende process. När människor ställs inför komplexa problem så använder de sig av en stor uppsättning av heuristiska procedurer för att förenkla framställningen av och utvärderingen av alternativ. Heuristiken kring beslut är svåra att formalisera då många faktorer är med och påverkar beslut. Utgångspunkten för den fortsatta diskussionen i stycke 5.2.1-5.2.4 kring bankens riskuppfattning och hantering av risk vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv är att följande omständigheter påverkar bankens riskuppfattning: *i)* asymmetrisk information råder, *ii)* bankens användning av villkor i låneavtal, *iii)* förekomsten av specialiserade avdelningar samt *iv)* att kreditgivning till högt belånade företagsförvärv är relativt riskfyllt. Se Figur 5-1 nedan

Figur 5-1. Utgångspunkt för diskussion kring bankens riskuppfattning och riskpreferenser



Asymmetrisk information medför att bankens bild av företaget kan tänkas skifta beroende på vilken information som finns tillgänglig om företaget. Bankens riskuppfattning påverkas av den bilden. Villkor i lån medför kontroll som i sin tur på-

verkar bankens riskuppfattning. Villkor i lån förser också banken med information varför de också påverkar den bild banken har av företag och därmed bankens riskuppfattning. Vidare innebär kreditgivning till högt belånade företagsförvärv en högre risk jämfört med många andra former av kreditgivning. Specialiserade avdelningar medför en koncentration av kunskap och kompetens avseende denna typ av kreditgivning.

5.2.1 Kunskap, kompetens och riskuppfattning

Heath & Tversky (1991) menar att kompetens, kunskap, kunnande och förståelse är faktorer som påverkar hur risk uppfattas och beslut fattas. Familiäritet med ett område spelar en avgörande roll i samband med risktagande. Individer är mer villiga att satsa på en händelse inom ett område där de är experter än på en slumpmässig händelse även om sannolikheterna är densamma. I en studie fick ett antal individer sätta sannolikheter för händelser som de visste lite respektive visste mycket om. Individerna tillfrågades senare huruvida de ville satsa på händelserna eller på ett spel med samma sannolikhet som händelsen. Om människor har en avert inställning till ovisshet så skulle de alltid föredra spelet framför händelsen eftersom händelsen är oviss eller osäker. Men individer som visste mycket om en händelse valde att satsa på händelsen medan individer som visste lite om en händelse valde att satsa på spelet. Heath & Tversky (1991) menar vidare att kompetens och kunnande påverkar de val som görs då människor som anses kompetenta kan tillgodoräkna sig det positiva med ett vinnande val på ett sätt som inkompetenta individer inte kan. Inkompetenta individer kan också få större skuld vid felaktiga val än kompetenta individer.

Banker med specialiserade avdelningar för kreditgivning till högt belånade företagsförvärv kan förväntas ha en större kompetens och kunskap om kredithantering och utformning av villkor i låneavtal avseende krediter till högt belånade företagsförvärv. Citron, Robbie & Wright (1997) visar att banker där specialiserade avdelningar för kreditgivning till högt belånade företagsförvärv hanterar den typen av krediter agerar annorlunda i relationen till låntagaren både i den initiala kreditbedömningen och i den efterföljande kredithanteringen än banker som saknar sådana avdelningar. Banker med specialiserade avdelningar hade i undersökningen en tendens att i mindre utsträckning säga upp lån och i större utsträckning acceptera att villkor bryts.²⁷ Citron, Wright & Robbie (1997) betraktar i undersökningen specialiserade avdelningar som ett uttryck för relativt tätare relationer med låntagaren och bättre resurser för uppföljning av krediter jämfört med banker utan en sådan avdelning.

²⁷ Undersökningen baseras på 29 stycken brevenkäter och uppföljande intervjuer med 19 stycken av respondenterna vid banker baserade i England varav 22 stycken vid specialiserade bankavdelningar för kreditgivning till MBO:s och sju stycken vid banker utan specialiserade avdelningar.

Orsaken till att lån sägs upp och att villkor bryts torde innebära att banken uppfattat att risken i krediten ökat. Att banker vid specialiserade avdelningar i den situationen agerar annorlunda än banker utan sådana avdelningar kan också betraktas som att den ökade kompetensen och kännedomen om låntagaren och kreditgivning till högt belånade företagsförvärv i allmänhet reducerar bankens uppfattade risk i krediten varför en tendens finns att i mindre utsträckning säga upp lån och i större utsträckning acceptera att villkor bryts.

5.2.2 Förändrade riskpreferenser vid situationer av förlust

Kahneman & Tversky utvecklar vad de kallar "*prospect theory*" som tar hänsyn till kognitiva begränsningarna i mänskligt beslutsfattande (Kahneman & Tversky, 1979, Tversky & Kahneman, 1981, 1986, 1992). En aspekt utgörs av referenspunkten. Innebörden av en referenspunkt är att utfall karaktäriseras som vinst eller förlust i relation till denna punkt. Förändringar värderas i relation till en referenspunkt istället för till det absoluta värdet. I finansiella sammanhang leder det till att människor är mer känsliga för förändringar från en nivå av anpassning än till absoluta nivåer. Värde definieras som avvikelse från en specifik referenspunkt där utfall som resulterar i värden lägre än referenspunkten betraktas som förlust och värden över referenspunkten betraktas som vinst.

Kahneman & Tversky (1979) beskriver agerandet i en valsituation med att beslutsfattarna redigerar alternativen och jämför dem med utgångspunkt i en referenspunkt och menar att tillgången till information och hur en valsituation presenteras påverkar hur risken uppfattas. En viktig del av den beskrivning som ges av hur risk uppfattas är att både vinst och förlust har avtagande värde vilket innebär att förändringar i värdet är känsligare i området kring referenspunkten. Människor är känsligare för förluster av ett givet belopp än vad de är för en vinst av samma storlek (Kahneman & Tversky, 1979). En av de grundläggande fenomenen i samband med beslut under risk och osäkerhet är således att förluster är mer avskräckande än motsvarande vinster är tilltalande.

Riskattityder kan enligt Tversky & Kahneman (1992) delas in i fyra olika mönster. Risk-aversion för vinster och risk-sökande för förluster med hög sannolikhet samt risk-sökande för vinster och risk-aversion för förluster med låg sannolikhet. Små sannolikheter övervärderas vilket förklarar förekomsten av lotterier och försäkringar. Undervärdering av höga sannolikheter bidrar till förekomsten av risk-aversion i val mellan troliga vinster och säkra vinster samt till risk-sökande beteende i val mellan trolig förlust och en säker förlust. Risk-aversion i situationer av vinst och risk-sökande i situationer av förlust förstärks därmed av över- och undervärderingen av sannolikheter och är en viktig del av "*prospect theory*" (Kahneman & Tversky, 1979, Tversky & Kahneman, 1992).

Hartman & Nelson (1996) ser en koppling mellan utvecklingen av ”*prospect theory*” och grupp beteende och menar att risksökande attityder i förlustsituationer också kan appliceras på grupp beteende där risksökande preferenser kan förstärkas i homogena grupper av människor. Likartad målsättning inom gruppen och centralisering av handlingar, ansvar och extern information kan medföra ökat risktagande i situationer av förlust (Hartman & Nelson, 1996). Specialiserade avdelningar inom bankerna kan betraktas som sådana grupper där ett risksökande beteende skulle kunna förekomma i situationer av förlust. Även de individer som utgör investeraren/företag som utgör bankens motpart skulle kunna betraktas som sådana grupper med följd av ökad riskvillighet i situationer av förlust.

Att riskvilligheten ökar i situationer av förlust har också visats i kvantitativa studier av företag.²⁸ En ”risk kontra avkastnings”-paradox har påvisats som innebär att företag med en lönsamhet över målsättning, dvs. i relation till branschsnitt eller företagets historiska lönsamhet, tenderar att vara lågriskföretag, medan problemföretag, med en lönsamhet under målsättning, tenderar att ta större risker vilket står i kontrast till en mer traditionell syn på relationen risk–avkastning som innebär att risk och avkastning är positivt relaterade. Resultaten av studierna kopplas till Kahneman & Tverskys (1979) teori att riskpreferenser ändras och att individer blir risk-sökande i situationer av förlust.

Deephouse & Wiseman (2000)²⁹ kombinerar agentteori och antagande om förändrade riskpreferenser i situationer av förlust och menar att även makroekonomiska faktorer har betydelse för huruvida ett företag agerar mer riskfyllt i situationer av förlust samt att företag har två referenspunkter, en förväntad vinstnivå och en förlustnivå. Deephouse & Wiseman (2000) menar att, efter en kvantitativ studie av företag under olika konjunkturer, när resultatet i ett företag närmar sig en förlustsituation övergår företaget från att ha varit risk-sökande (för att nå upp till den förväntade vinstnivå) till att åter bli risk-avert för att undvika alltför stor förlust (i relation till förlustnivån) och att denna tendensen till risk-sökande beteende överväger i goda tider medan risk-avert beteende överväger i dåliga ekonomiska tider.

Holland (1994) menar att det kan förväntas att en nära relation mellan en bank och ett företag som beviljats en kredit leder till försök att upprätthålla det långsiktiga värdet av ett företag i trångmål snarare än att säga upp en lån och därmed försätta företaget i akuta likviditetsproblem. Orsaken är att övervakningen och kommunikationen i en sådan relation medför att överhängande problem kommer till bankens

²⁸ Bowman, 1980, 1982, Fiegenbaum & Thomas, 1988, Fiegenbaum, 1990, Jegers, 1991, Wiseman & Bromiley, 1991, Wiseman & Bromiley, 1996. Studierna omfattar amerikanska företag under 60-, 70- och 80-talet och är baserade på företagets finansiella redovisning. Liknade studier baserade på marknadsdata tenderar till att visa en positiv relation mellan risk och avkastning, se vidare Fiegenbaum & Thomas (1988) för en genomgång av kvantitativa studier av företag och sambandet mellan risk och avkastning.

²⁹ Deephouse & Wiseman (2000) omfattar 1062 amerikanska företag i olika branscher åren 1973 till 1987.

kännedom på ett tidigt stadium men även till följd av den lojalitet och känsla av åtagande mellan parterna som en sådan relation ger upphov till. Ett sådant agerande kan beskrivas som ett skifte i bankens riskpreferenser från att vara risk-avert till att vara riskvillig när företaget befinner sig i en situation av förlust. Även företags riskvillighet kan tänkas öka i situationer av förlust vilket gör att det totala risktagandet i relationen bank-företaget ökar snabbt i situationer av förlust.

5.2.3 Tillgång till information, framställning av alternativ och uppfattning av risk

I en situation av riskfyllda alternativ så omarbetar beslutsfattare alternativen tills de når ett stadium där alternativen kan jämföras ur antingen förlust- eller vinsthänseende (Kahneman & Tversky, 1979, Tversky & Kahneman, 1981, 1986). Många valsituationer kan framställas som en vinstsituation och därmed leda till ett risk-avert beteende dels framställas som en förlustsituation och därmed leda till ett risk-sökande beteende. Människor tar generellt sett inte hänsyn till komponenter som är gemensamt i de olika alternativen. Denna tendens kallas isolationseffekten och medför att de preferenser människor uppvisar är inkonsistenta beroende på hur alternativen presenteras. Denna psykologiska princip, som ligger till grund för hur valsituationer uppfattas och hur utvärderingen av sannolikheter sker, resulterar i förutsägbara förändringar av preferenser när samma valsituation beskrivs på olika sätt. Individer som konfronteras med ett valproblem kan ha olika preferenser beroende på hur valproblemet framställs. Framställningen av en valsituation spelar således en avgörande roll i hur risken uppfattas. Normalt är individer omedvetna om alternativa framställningar och vilken potentiell effekt de kan ha på deras preferenser.

Teorier om skuldsättning, bygger på antagande om asymmetrisk information (Ross, 1977 och Leland & Pyle, 1977), vilket innebär att företags ledning har större kännedom om företaget än banken. Ett sådant antagande kan innebära att parterna har tillgång till olika information vilket kan innebära att banken och företaget har olika bilder eller information om företaget vilket i sin tur medför att bankens riskuppfattning kan skilja sig från företags. Vidare kan det antagas att bankens villkoren i låneavtal, och den information om företaget som de förmedlar, sägas påverka bankens bild av företaget och därmed bankens riskuppfattning.

5.2.4 Aktiv riskhantering genom kontroll

MacCrimmon & Wehrung (1986) gör en distinktion mellan aktivt och passivt riskbeteende. Aktivt beteende innebär att beslutsfattaren försöker påverka risken. Passivt beteende innebär endast ett val. Ett val som görs från de alternativ som finns och där riskattityden avgör huruvida ett riskfyllt eller mindre riskfyllt alternativ väljs. Beslutsfattaren är aktiv genom att försöka styra händelserna *ex ante* och *ex post* och påverka utgången av beslutet och därmed sin egen uppfattning av risken i de alter-

nativ som finns att tillgå. Kontroll över den händelse som beslutet avser är därmed en viktig aspekt i samband med beslutsfattarens riskuppfattning. Olsen (1997) menar att risken i en valsituation bland portföljförvaltare och privata investerare tycks vara en funktion av: *i)* potentialen för en stor förlust, *ii)* potentiell avkastning lägre än ett uppsatt mål. *iii)* uppfattad kunskapsnivå samt *iv)* förmåga att kontrollera eller reducera risk.

Olsen (1997) relaterar de fyra riskattributen till olika typer av finansiella investeringar. Det framkommer att förmågan att kontrollera risken är det viktigaste attributet för att förklara den uppfattade risken. MacCrimmon & Wehrung (1986) menar likaså att uppfattningen om risken är beroende av huruvida beslutsfattaren anser att utfallet går att kontrollera. En beslutsfattare kan uppfatta situationen som: *i)* oföresägbar, därför att få eller inga liknade händelser har inträffat, *ii)* förutsägbar och följande kända sannolikhetslagar, *iii)* förutsägbar och följande uppskattade sannolikheter samt *iv)* kontrollerbar (helt eller delvis).

MacCrimmon & Wehrung (1986) menar att inneboende i alla riskfyllda situationer finns brist på kontroll, brist på information och brist på tid. I en situation av fullständig styrning skulle ett utfall kunna bestämmas och ingen risk skulle föreligga. I en situation med fullständig information om vilket utfall som skulle inträffa skulle det alternativet kunna väljas och ingen risk skulle finnas. I en situation med obegränsat med tid att välja alternativ skulle det gå att avvakta till att utfallet av händelsen var ett faktum och sedan utan risk välja alternativ. Risken kan dock inte reduceras genom ökad information om inte möjligheten till kontroll finns. Mer tid reducerar inte risken om information och möjlighet till kontroll saknas.

MacCrimmon & Wehrung (1986) menar att dock händelser kan vara omöjliga att kontrollera av flera skäl. Vissa utfall är beroende av naturliga händelser som exempelvis väder och vind. Händelser kan vara beroende av andra människors beteende som exempelvis konkurrenter eller efterfrågan av ett företags produkter. Ett annat skäl är brist på resurser. Förmåga att styra ett skeende kräver någon form av resurser. Vidare så förutsätter kontroll inte bara att en händelse är möjlig att styra och att resurserna att utöva styrningen finns. Sambanden mellan den utövade kontrollen och de effekter den får måste också vara kända. Information avseende styrning och utfall måste insamlas och bearbetas för att styrning skall kunna genomföras. Brist på information och tid leder därmed till brist på styrning. Avsaknaden av information kan bero på att en liknande händelse inte inträffat förut.

Även om tid och resurser finns att skaffa informationen så finns den inte tillgänglig. Om information finns tillgänglig så kan det vara för kostsamt att skaffa fram den. Eventuell vinst som följd av informationen kan vara mindre än kostnaden för att erhålla informationen. Det tar tid att insamla information. Situationer av tidsbrist är också därför alltid situationer av informationsbrist. Styrning över en situation kräver

både information och tid. Informationen är en förutsättning för att förstå verkan av styrningen och tid är nödvändig för att utveckla styrningen. Tid är nödvändigt för att samla informationen. Risk, med definitionen exponering av möjlig förlust, är proportionell till bristen på styrning, information och tid. Villkoren i lån kan sägas vara ett sätt för banken att kontrollera risken i företaget och därmed påverka bankens riskuppfattning.

Sammanfattningsvis kan sägas att banken uppfattar risk som en potentiell förlust. En förlust som relateras till en uppsatt målsättning. Risken definieras inte som variansen i en sannolikhetsdefinition och väntevärdet. Bankens bedömning av risken i företaget påverkas av beskrivningen av företaget och den information som finns tillgänglig avseende företaget. Besluten om kreditgivning till högt belånade företagsförvärv uppfattas som unika. Kompetens inom området som de specialiserade avdelningarna besitter medför att banken i större utsträckning är beredd att satsa på denna typ av kreditgivning, som är att likna vid ett beslut under osäkerhet, med kreditgivning där banken inte har någon kompetens eller tidigare erfarenhet. Banken är aktiv genom att försöka kontrollera och påverka effekterna av beslutet och därmed sin egen uppfattning av risken.

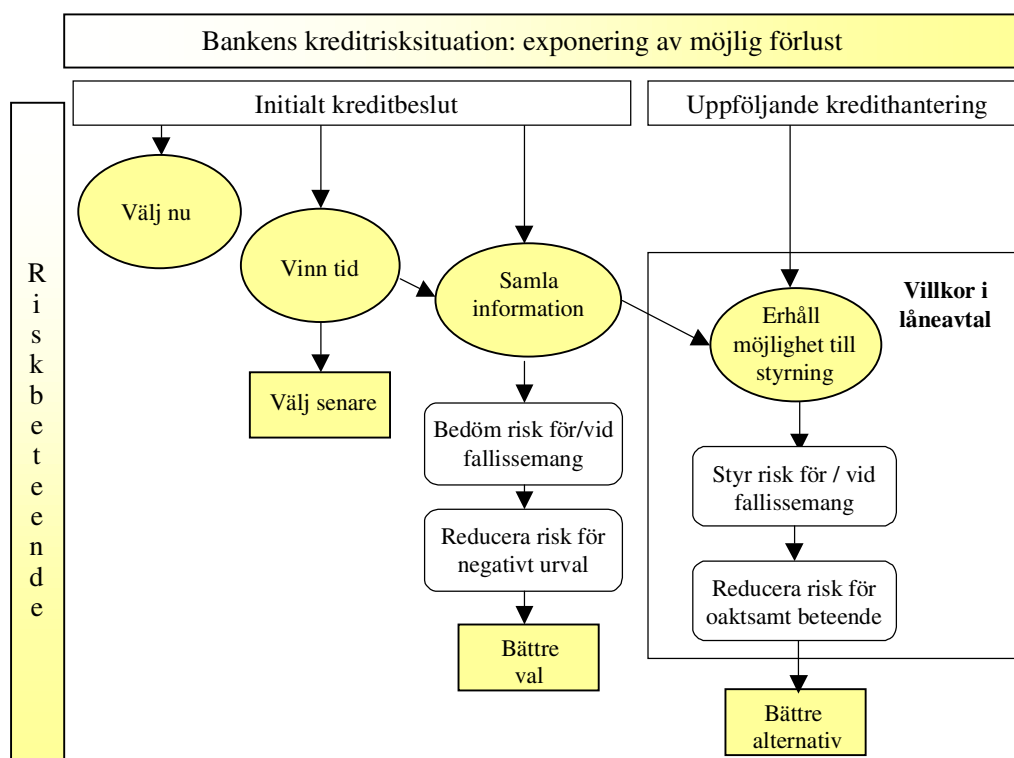
5.3 Bankens riskhantering i form av villkor i låneavtal

Bankens individuella kreditbedömning i det specifika fallet kan enligt Tegin (1997) beskrivas som en analys av två olika sorters risker. Risk för fallissemang och risk vid fallissemang. Risk för fallissemang är förknippad med risken att företaget inte kommer att betala de räntor och amorteringar som avtalats och risken vid fallissemang avser den risk som finns att eventuella säkerheter inte täcker de fordringar banken har på kreditgivaren vid ett obestånd. Tegin (1997) menar att bedömningen av risken för fallissemang sker utifrån en analys av företagets affärsidé, strategi, ägaren och ledningens kompetens, verksamhetsplaner, marknadsbedömningar, organisation samt finansiell rapportering och kreditupplysning. En uppskattning av risken vid fallissemang innebär en övervakning av säkerheternas marknadsvärde och en bedömning av hur stor del av krediten som täcks av säkerheten vid ett eventuellt obestånd. Uttryckt i agentteoretiska termer kan risken för fallissemang och risken vid fallissemang sägas utgöra delar av både risken för negativt urval och risken för oaktsamhet. Risk för negativt urval i agentteori förekommer innan själva engagemanget uppstår, dvs. i den initiala fasen av kreditgivningsprocessen där banken utvärderar en potentiell låntagare. Risk för oaktsamhet är den risk som principalen exponeras för efter att ett kreditbeslut fattats och omfattar även den risk för fallissemang och risk vid fallissemang.

5.3.1 Villkor i lån och bankens möjlighet till kontroll över utfallet av ett kreditbeslut

Kreditrisken uttryckt som negativt urval och risk för oaktsamhet kan appliceras på MacCrimmon & Wehrungs (1986) resonemang ovan om sambandet mellan styrning, information och tid och riskuppfattningen. Om banken betraktas som en principal så medför riskbeteendet en strävan att reducera risken för negativt urval och risken för oaktsamhet. Både risk för negativt urval och risken för oaktsamhet orsakar en exponering av en möjlig förlust för banken. I låneavtal ställs ett antal villkor upp som reglerar relationen mellan bank och företag. Villkor i låneavtal kan exempelvis utgöra krav på finansiell rapportering till banken, krav på den förvärvade verksamheten att uppnå vissa resultatnivåer och restriktioner avseende exempelvis företagets investeringar, försäljning av tillgångar utdelningar och finansiering.³⁰ Villkor i låneavtal är ett uttryck för bankens strävan att reducera risken för oaktsamt beteende och som uppstår i relationen mellan bank och företag. I Figur 5-2 sätts villkor i låneavtal i relation till styrning, information och tid. Riskbegreppen i agentteori och begreppen risk för/vid fallissemang sammanförs.

Figur 5-2. Lånevillkor och riskbeteende



Källa: Bearbetat efter MacCrimmon & Wehrung, 1986.

³⁰ Här betonas sambandet mellan bankens riskhantering, kontroll och villkor i låneavtal varför en mer noggrann genomgång av olika villkor utelämnas. Kapitel 6 innehåller en mer omfattande genomgång av olika typer av villkor i låneavtal.

Genom att erhålla mer tid, samla in mer information och skaffa sig möjlighet att styra utfallen så kan banken göra ett val mer attraktivt. Risker för negativt urval i samband med det initiala kreditbeslutet (ex ante) reduceras av banken genom insamling av information och en kreditbedömning som syftar till ett bättre val.

I nästa skede, den uppföljande kredithanteringsfasen (ex post), är bankens riskbeteende ägnat åt att reducera risken för oaktsamt beteende. Banken är aktiv och strävar efter att kontrollera och påverka risken i verksamheten och därmed sin egen uppfattning av risken. Strävan kommer till uttryck i de lånevillkor som ställs i låneavtalet. Genom möjligheten till styrning och övervakning av verksamheten så upplevs risken som mindre än om inget inflytande finns. Lånevillkoren i låneavtal medför med resonemang att en kredit med lånevillkor betraktas som ett bättre alternativ av banken än en kredit utan dessa lånevillkor.

5.4 Bankens riskuppfattning och riskhantering

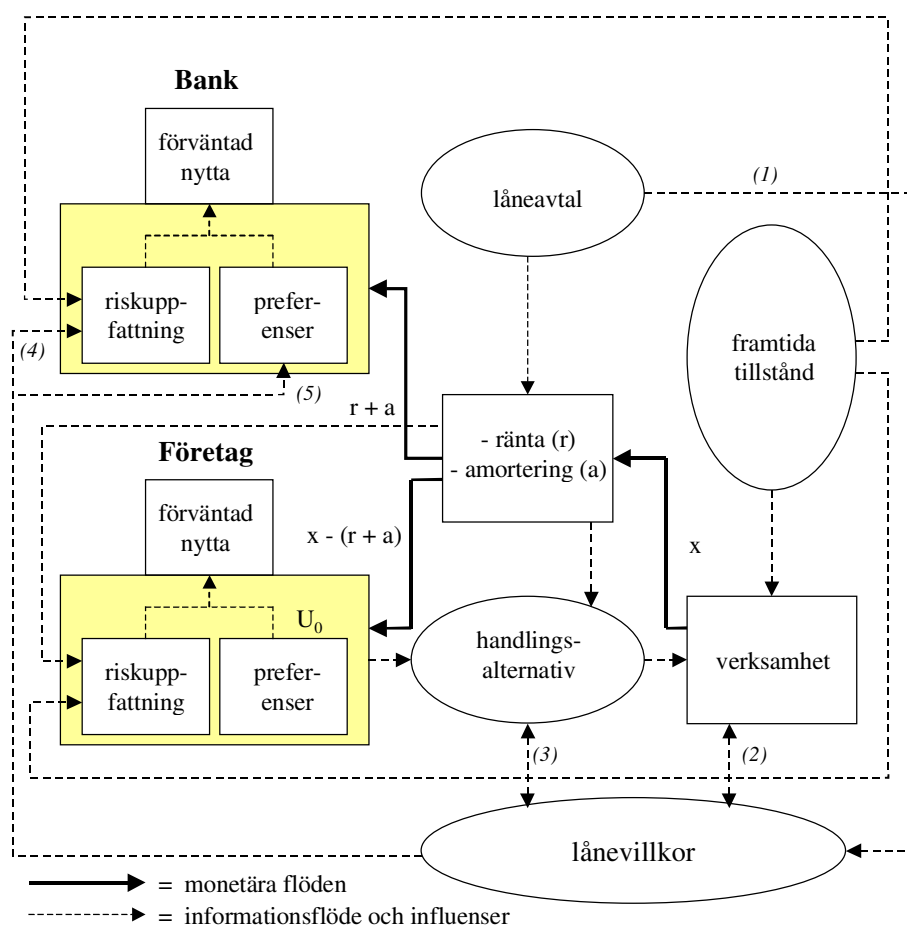
Fyra aspekter av riskuppfattning inkluderas i modellen över uppdragsrelationen bank-företag:

- *bankens bild av företaget, dvs. att tillgänglig information, avseende ett företag påverkar bankens riskuppfattning*
- *bankens möjlighet att med villkor i låneavtal kontrollera risken för oaktsamt beteende påverkar bankens riskuppfattning*
- *bankens kompetens och kunskap påverkar bankens riskvillighet*
- *bankens riskvillighet ökar i situationer av förlust.*

I Figur 5-3 nedan utvecklas den bild av uppdragsrelationen bank-företag som beskrivits i tidigare kapitel.³¹

³¹ Se Figur 3-5. Uppdragsrelationen bank-företag” samt och Figur 4-2. Skuldsättning och uppdragsrelationen bank – företag”.

Figur 5-3. Bankens riskuppfattning och riskhantering



Bankens riskbeteende kan förväntas vara att reducera risken för oaksamt beteende i företaget. Villkor i låneavtal är resultatet av en sådan strävan (1). I den efterföljande kredithanteringen innebär villkoren att banken håller sig informerad om verksamhetens finansiella utveckling och ställer krav på verksamhetens resultat (2) samt övervakar och reglerar företagets handlingsalternativ (3) på ett sådant sätt som ligger i linje med bankens riskuppfattning och målsättning.

Uppdragsrelationen bank-företag innebär en övervakning och styrning av verksamheten genom att banken håller sig informerad om verksamhetens utveckling samt ställer krav på verksamheten som ligger i linje med bankens riskuppfattning och målsättning. Krav som tar sig i uttryck i de villkor banken ställer upp i samband med finansieringen av ett företagsförvärv. Implikationer för bankens förmåga att övervaka och styra risken i företagets verksamhet blir att banken förväntas uppfatta risken som mindre med en ökad förmåga att övervaka och styra verksamheten och tvärtom (4).

Banken uppfattar risk som en potentiell förlust vilket också följer av delningsmekanismens utformning i ett låneavtal. Banken kan inte tillgodogöra sig mer av resultatet än vad avtalet stipulerar i form av ränta. Däremot kan en förlust innebära att

krediterna inte återbetalas. Beskrivningen av företaget är avgörande för bankens bedömningar av risken i företaget. Bankens informationsinsamling om företaget ger en bild av verksamheten. I tidigare kapitel har bankens riskuppfattning antagits vara densamma som företags. Bankens bild av verksamheten är baserad på den information banken har om verksamheten och behöver således inte leda till samma uppfattning om risken i verksamheten som företaget har. Bedömningen av risken i företaget är således beroende av beskrivningen av verksamheten. Vidare kan bankens och företags bedömning av risken i företaget förväntas vara olika beroende på att parternas målsättning skiljer sig åt samt att de inte har tillgång till samma information. Bankens riskuppfattning påverkas av den information som finns tillgänglig avseende företaget. I den uppföljande kredithanteringen kommer informationen banken tillhanda genom de villkor som ställs upp i låneavtal med företaget. Riskuppfattningen är också beroende av om beskrivningen av en valsituation ger en bild av en vinst- eller förlustsituation. En beskrivning av en vinstsituation leder till ett risk-avert beteende medan en bild av en förlustsituation leder till ett risk-sökande beteende. Vidare medför den löpande informationsinsamlingen och uppföljningen att bankens kunskap om företaget ökar. Bankens kompetens avseende krediter till högt belånade företagsförvärv påverkar bankens riskuppfattning på samma sätt. (5). Antagande om att banken endast beviljar krediter till företag som bedöms som kreditvärdiga medför att banken kan förväntas vara mer risktagande i den uppföljande kredithanteringen i situationer av förlust jämfört med det initiala kreditbeslutet. Innebörden är att en bank är beredd att ta större risker i en situation där en kredit redan är beviljad jämfört med om det var fråga om en ny kredit.

I följande kapitel utvecklas perspektivet och modellen över uppdragsrelationen bank –företag ytterligare genom ett resonemang kring bankens övervakning och styrning av företaget genom de villkor som ställs upp i låneavtalet

6 ÖVERVAKNING OCH STYRNING

Kapitlet ger inledningsvis en definition av begreppen övervakning och styrning samt olika principer för styrning. Typer av villkor i låneavtal och uppdragsrelaterade kostnader till följd av användning av villkor diskuteras. Avslutningsvis diskuteras vilka implikationer kapitlets resonemang kan ha på uppdragsrelationen bank – företag och de lånevillkor som ställs upp i låneavtal vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv.

6.1 En generell definition av övervakning och styrning

Ursprungligen avsåg begreppet styrning inom managementlitteraturen övervakning av anställdas beteende men har senare utvidgats till att omfatta begrepp som makt, inflytande och påverkan.³² En definition av styrning är:

”en aktivitet att reducera avvikelser mellan faktiskt utfall och ett önskat utfall”

(Berry, Broadbent & Otley, 1995). Definitionen härstammar från cybernetiken. Cybernetiken omfattar ursprungligen studier av hur system självregleras, förökar sig, utvecklas och lär och omfattade både människor och maskiner. Cybernetisk reglering definierar Green & Welsh (1988) som en process där prestation mäts och jämförs mot en standard och där information om avvikelser används för att modifiera verksamhetens uppförande. Ouchi (1977) definierar styrning på ett sätt som ligger i närheten av den cybernetiska definitionen av styrning och menar att styrning är en process där något övervakas, jämförs med en standard och justeras. Green & Welsh (1988) definierar styrning som en cybernetisk, reglerande process som styr och begränsar en iterativ aktivitet efter en standard eller målsättning. Green & Welsh (1988) menar att cybernetiken påverkat stora delar av ekonomistyrningslitteraturen genom att vara generell på så sätt att den inte specificerar den process som styrs utan har för avsikt att härleda styrprinciper som kan appliceras på olika situationer. En definition av styrning framförd av (Tocher, 1970, 1976) ger en modell av cybernetisk styrning som visar på nödvändiga förutsättningar för att en sådan styrning skall kunna sägas existera:

- *existensen av en målsättning som är önskvärd*
- *medel att mäta utfall som sammanfaller med målsättningen*
- *förmågan att förutsäga effekten av potentiella styråtgärder*
- *förmågan att kunna agera för att reducera avvikelser från målsättningen*

³² Engelskans ”monitoring” översätts med ”övervakning” och betecknar i första hand ett enkelriktat informationsflöde utan syfte att styra. Engelskans ”control” översätts med ”övervakning och styrning”.

Styrning kan vidare vara av reaktiv eller proaktiv karaktär. Reaktiv styrning innebär att en avvikelse uppstår innan åtgärder vidtages medan proaktiv styrning innebär att en avvikelse förutsägs och att åtgärder vidtages för att förhindra att avvikelsen uppstår. Styrning är således mer effektiv i de fall en avvikelse aldrig uppstår. Berry, Broadbent & Otley (1995) menar att definitionen av styrning inte går att applicera direkt på organisatorisk styrning, men att denna definition av styrning kan förklara mycket av målorienterat beteende. Berry, Broadbent & Otley (1995) citerar Morgan (1979):

”Organisms in nature do not orientate themselves towards the achievement of given purposes or ends: they do not orient themselves towards the goal of survival. Rather they adopt modes of behaviour and organizational forms which help them avoid certain undesirable states”.

Berry, Broadbent & Otley (1995) menar att cybernetiska styrningsmodellen även innefattar möjligheten till anpassning och lärande.

6.1.1 Övervakning och styrning ur ett resursberoende perspektiv

Green & Welsh (1988) går ett steg tillbaka och ser på varför styrning är önskvärt och menar att styrning skall betraktas ur ett resursberoendeperspektiv för att förklara varför och i vilka situationer styrning fungerar och kan sägas existera. De relationer som en organisation är beroende av för att en verksamhet skall utföras eller för att ett resultat och målsättningar skall uppnås betraktas då som resurser som tillhandahålls organisationen. Organisationen är beroende av relationerna för att målsättningarna skall uppnås och strävar därför efter att säkerställa tillgången till resurserna. Styrning är ett sätt att garantera tillgången till dessa resurser. Beroendet är dock i sig inte tillräckligt för initieringen av styrning i relationen. Fyra faktorer är avgörande för att initiering av styrning skall vara en bra metod att säkerställa tillgången till resurserna i relationen. Faktorerna är:

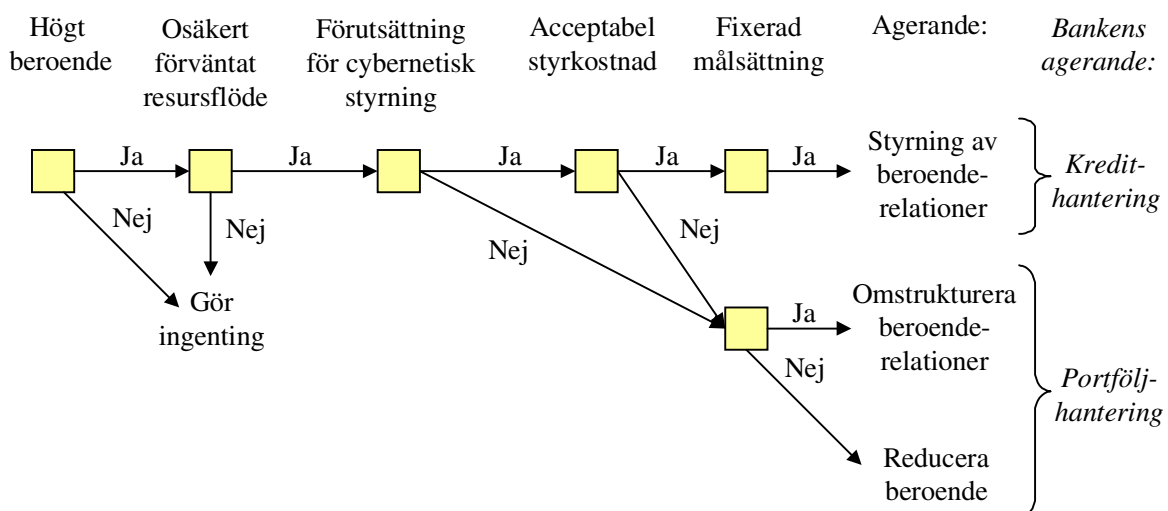
- *grad av resursberoende*
- *osäkerheten i resursflödet inom relationen*
- *förutsättningar för cybernetisk reglering*
- *styrningskostnaden.*

De två första faktorerna avser huruvida styrning är nödvändig medan de två senare avser huruvida styrning är möjlig. Grad av resursberoende avser i vilken grad organisationen kan uppnå sina målsättningar utan de resurser som den andra parten förser organisationen med. Ju viktigare en resurs är för en organisation desto mer troligt är det att en organisation initierar styrning. Om graden av beroende är tillräckligt högt så är osäkerheten i det förväntade resursflödet i relationen avgörande. När organisationen avgör huruvida resursflödet i relationen är osäkert så bedöms

om resurserna är tillräckliga, att resurserna har de speciella karaktäristiska som önskas, att de inkommer i tid och kan inhämtas med acceptabla transaktionskostnader. Om resursflödet bedöms som osäkert i relationen och bedöms fortsätta vara det så är det troligt att organisationen initierar styrning i den relationen. Likaså om de framtida resursflödet inte kan förutsägas med någon större precision så kan det leda till en initiering av styrning. Således, när beroendet av resurstillflödet i relationen är tillräckligt högt och osäkerhet om det framtida resursflödet föreligger så är det troligt att organisationen strävar efter styrning i relationen.

Huruvida det är möjligt att utöva styrning beror däremot på om förutsättningar för en cybernetisk reglering finns och om kostnaden för att utöva styrning är acceptabel. Förutsättningarna för cybernetisk reglering avgör om styrning skall kunna sägas föreligga. I de fall förutsättningarna finns så är initiering av styrning mer trolig. Resurser måste däremot hela tiden tillföras för att upprätthålla en regleringsprocess. Organisationen måste avgöra huruvida kostnaderna för processen är acceptabla och om fördelarna med styrningen större än kostnaderna för styrningen och om styrningskostnaderna är fördelaktiga i jämförelse med andra strategier för att hantera beroendet i en relation. Om kostnaden är acceptabel och förutsättningarna finns för cybernetisk reglering finns så är styrning av relationen trolig. Figur 6-1 visar hur faktorerna är förutsättningar för att styrning skall kunna initieras och vara önskvärd i en beroenderelation.

Figur 6-1. Initiering av styrning i en beroenderelation och bankens agerande



Källa: Green & Welsh (1988) med tillägg av "bankens agerande".

I de fall då styrning inte är möjlig att initiera så pekar Green & Welsh (1988) på alternativen till styrning. Alternativen beskrivs som reduktion av beroende och omstrukturering av beroende.

Reducering av beroende innebär att organisationen reagerar på beroende i ett förebyggande syfte genom att förändra sina målsättningar antingen genom att eliminera beroendet eller reducera dess betydelse för måluppfyllelsen. Förutsättningen för denna alternativa strategi att hantera en beroenderelation är att organisationen är beredd att ändra sina målsättningar och därmed inte minska sitt engagemang i relationen ifråga. Genom att reducera beroendet så väljer organisationen att nöja sig med ett mindre utbyte än det skulle kunna haft. Ingen styrning i egentlig mening har dock utövats. Det andra alternativet till styrning är omstrukturering av beroende. Omstrukturering av beroende innebär att en typ av beroenderelationer byts ut mot en annan. Den nya beroenderelationen kan vara mer lämpad för cybernetisk reglering och/eller mindre kostsam att reglera. Vidare kan den nya relationen vara sådan att den ej behöver regleras. Omstrukturering innebär att organisationen inte förändrar sina målsättningar eller minskar sitt engagemang i resursen som relationen tillför. Omstrukturering av beroende innebär dock ingen styrning ur ett cybernetiskt perspektiv.

Resonemanget kan appliceras på risker i bankverksamhet och bankens möjligheter att påverka den totala risken i banken, se Figur 1-1. Styrning av en beroenderelation innebär bankens hantering av enskilda krediter som i denna avhandling fokuserar på bankens uppföljande kredithantering. Omstrukturering av beroenderelationer och reduktion av beroende kan sägas utgöras av bankens hantering av krediter på portföljnivå.³³

6.1.2 Två principer för övervakning och styrning

Mintzberg (1983) särskiljer på två fundamentala styrsystem. Ett som fokuserar på reglering av resultat och ett som syftar till att reglera beteende. Den första formen avser en övervakning av resultatet av ett handlande och benämns prestationsstyrning medan den andra formen avser kommande handlingar varför den benämns handlingsplanering. En parallell kan dras till reaktiv och proaktiv styrning då prestationsstyrning kan ses som en reaktiv styrning, där åtgärder vidtages om en viss prestation ej uppnås, medan handlingsplanering kan ses som proaktiv styrning där styrningen syftar till ett visst beteende för att uppnå ett visst resultat.

Även Ouchi & Maguire (1975) gör i princip samma distinktion mellan två principer för organisatorisk styrning: beteendebaserad styrning och resultatbaserad styrning. Resultatbaserad styrning uppkommer i situationer där det finns behov av att kunna visa upp trovärdiga belägg för att en viss prestation medan beteendebaserad styrning är relaterad till situationer där sambandet mellan beteende och resultat är tydligt och det är möjligt att utfärda instruktioner. Ouchi & Maguire (1975) menar att de två principerna inte är substitut utan är oberoende av varandra. Substitution

³³ Se Bäckström (1998) för en genomgång av bankens möjligheter till diversifiering och hantering av risker på portföljnivå samt figur 1-1 som visar olika nivåer på risker i bankverksamhet.

mellan de två formerna av styrning kan endast ske under speciella förutsättningar: när målen är tydliga och sambandet mellan beteende och resultat är helt entydigt. Om inte målen är överenskomna så kan inte resultatbaserad styrning användas på ett trovärdigt sätt. Om sambandet mellan beteende och resultat är okänt så fyller inte en beteendebaserad styrning någon funktion då det rätta beteendet inte är känt.

Sambandet mellan beteende och resultat är dock inte alltid entydigt. Många verksamheter kan genomföras på olika sätt med samma utfall. Att mäta beteende i en verksamhet för att säkerställa att ett visst önskvärt resultat uppnås blir då inte entydigt. Om istället resultatet mäts så gäller det att hitta en resultatvariabel som är relevant. Även om resultatvariabeln betraktas som relevant är det inte säkert att ett entydigt samband finns mellan resultat och beteende. Sambandet kan innehålla stokastiska element som ligger utanför verksamhetens kontroll. Ett beteende kan via det icke-entydiga sambandet ge ett resultat som varierar. Att övervaka beteende innebär således en osäkerhet om vilket resultat beteendet kommer att leda till. Omvänt gäller att ett visst resultat innebära att agentens beteende kan ha varierat. Förutsättningarna är således avgörande för hur styrningen kan utformas (Ouchi, 1979). Möjligheten att övervaka och mäta ett resultat är en förutsättning. Förståelse av sambandet mellan ett visst beteende och ett visst resultat är också viktigt.

6.1.3 Förutsättningar för beteende- och resultatbaserad övervakning

Ouchi & Maguire (1975) menar att de två formerna av styrning är i viss utsträckning oberoende av varandra och ej helt utbytbara därför att de används i olika situationer. Författarna ställer upp tre hypoteser:

- *användningen av beteendebaserad styrning förväntas öka då förståelsen för sambandet mellan beteende och resultat ökar*
- *användningen av resultatbaserad styrning kan förväntas öka då behovet av kvantifierbara, trovärdiga mått på prestation ökar*
- *beteende- och resultatbaserad styrning förväntas vara oberoende av varandra.*

En generell styransats kan formas utifrån ovan med utgångspunkt i en uppdragsrelation. Principalen kan i sin övervakning av agenten antingen övervaka och styra agentens beteende i verksamheten eller det resultat som verksamheten genererar. Sambandet mellan de åtgärder som vidtages i en verksamhet (beteendet) och det ekonomiska utfall som verksamheten producerar (resultat) kan vara entydigt. Om principalen känner sambandet så kan därmed principalen i sin övervakning av agenten välja att antingen övervaka det resultat som verksamheten genererar eller agentens beteende. I och med att sambandet är känt så kan principalen avgöra huruvida agenten agerar i principalens intresse oavsett om resultatet övervakas eller agentens beteende övervakas (Rapp & Thorstenson, 1994). Figur 6-2 visar hur skil-

da förutsättningar, osäkerheten i resultatutfall och kännedom om transformationsprocessen, dvs. sambandet mellan beteende och resultat, påverkar möjligheten till utformningen principalens övervakning och styrning av agenten (Eisenhardt, 1985).

Figur 6-2. Skilda förutsättningar påverkar val av styrprincip

Resultatets mätbarhet	Kännedom om transformationsprocessen	
	<i>Fullständig</i>	<i>Ofullständig</i>
<i>Hög</i>	Beteende- eller resultatbaserad övervakning och styrning	Resultatbaserad övervakning och styrning
<i>Låg</i>	Beteendebaserad övervakning och styrning	Ritual

Källa: Eisenhardt, 1985.

I de fall då verksamhetens resultat är mätbart är det möjligt att använda någon form av resultatbaserad styrning. För att använda beteendebaserad styrning måste principalen ha kännedom om vilket beteende som leder fram till det önskade resultatet. I de fall där varken resultatet är mätbart eller transformationsprocessen är entydig talar man om socialisering eller klanstyrning. Styrningen består av ett antal gemensamma sociala faktorer såsom värden, normer och traditioner. Ritualer styr verksamheten och målkonflikten mellan parterna är obefintlig. Beteende- eller resultatorienterade kontrakt kan ej användas och är heller ej nödvändiga.

6.2 Villkor i låneavtal efter kategori och styrprincip

Principerna för styrning kan appliceras på bankens användning av villkor i låneavtal i uppdragsrelationen bank-företag. I situationer där fullständig information om företagets beteende ej föreligger finns två alternativa lösningar för banken vid utformningen av låneavtalet mellan parterna. Det ena är att basera överenskommelsen på företagets resultat och det andra är övervaka företagets beteende. Lånevillkoren blir en form av informationssystem vars roll är att löpande förse banken med information genom att identifiera, mäta och rapportera om företagets resultat och beteende. Informationssystemet ökar därmed bankens kännedom om företagets resultat och beteende och på det viset närmas en situation där fullständig information föreligger.

Lånevillkor kategoriseras ofta som positiva eller negativa (Beneish & Press, 1993, Malitz, 1994, Prowse, 1997 och Ross, 1993). Positiva lånevillkor föreskriver specifika handlingar som företaget går med på att utföra eller överenskommelser om att företaget skall upprätthålla nyckeltal på en viss nivå. Negativa lånevillkor begränsar eller förbjuder företaget att vidtaga vissa åtgärder. Villkor i lån kan exempelvis vara krav på att vissa redovisningsbaserade nyckeltal skall vara uppfyllda eller icke redo-

visningsbaserade restriktioner som begränsar eller föreskriver företagets beteende i vissa avseenden. Rapportering till banken är ett exempel på ett föreskrivande villkor.

6.2.1 Lånevillkor indelade i kategorier

Olika typer av lånevillkor förekommer i låneavtal vid kreditgivning till företag. Många av villkoren är gemensamma både för vanliga bankkrediter (Citron, 1992a), bankkrediter vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv (Citron, Robbie & Wright, 1997) och publika krediter (Smith & Warner, 1979, Malitz, 1994). En övergripande uppdelning av villkor är redovisningsbaserade villkor och icke redovisningsbaserade villkor som utgår från huruvida företagets finansiella redovisning är grunden för villkoren eller inte. Icke redovisningsbaserade villkor i publika krediter kan indelas i kategorierna förtroendeskapande-, utdelnings-, finansierings- och produktions/investeringsvillkor (Smith & Warner, 1979).

Redovisningsbaserade villkor utgår från företagets redovisning och utgörs av olika finansiella nyckeltal. Krav på vissa nivåer i nyckeltalen ställs upp i villkor som ofta uttrycks som finansiella kvoter eller nominella miniminivåer med utgångspunkt i företagets resultat- och balansräkning. En uppföljning av att nivåerna upprätthålls sker regelbundet av banken som genom villkoren observerar företagets finansiella utveckling (Broome', Elmér & Nylén, 1998).

Förtroendeskapande villkor avser krav på rapportering från företaget till banken som kan innehålla både finansiell- och icke-finansiell information. Även villkor som specificerar vilka redovisningsprinciper som skall användas förekommer samt krav på att miljölagar och andra lagar som omfattar affärsverksamhet efterlevs, krav på att nödvändiga tillstånd finns och efterlevs och krav på ägarstrukturen, försäkringar och liknande. Vidare omfattar villkoren krav på periodiska utlåtande från företaget om att villkor följs och redogörelser för omständigheter om villkor brutits. Krav på utlåtanden om att villkor följs kan utformas så att utlåtandet skall göras av tredje part, exempelvis av företagets revisor (Smith & Warner, 1979).

Finansieringsvillkor innebär restriktioner på företagets möjligheter till skuldsättning i form av nya krediter med eller utan säkerhet samt leasing eller sale lease-back finansiering samt restriktioner avseende prioritering av nya skulder. Villkoren kan innebära att om nya skulder upptas skall de befintliga skulderna få samma eller högre prioritet. Villkoren kan också innebära förbud mot upptagandet av nya skulder (Smith & Warner, 1979). Till denna kategori kan också villkor föras som innebär att om någon av företagets eventuella övriga krediter sägs upp så kan krediten med detta villkor också sägas upp för omedelbar betalning.

Utdelningsvillkor innebär restriktioner i företagets möjlighet att ge utdelning till ägarerna. Villkoren innebär också restriktioner avseende återköp av aktier som i princip är

att jämställa med en utdelning (Smith & Warner, 1979). Villkor kan utformas antingen som ett förbud mot utdelning eller återköp av aktier eller begränsa utdelningen till vissa nivåer (Malitz, 1994).

Investerings-/produktionsvillkor innebär restriktioner kring vilken typ av investeringar eller projekt som företaget tillåts genomföra samt restriktioner avseende försäljningar av tillgångar. Restriktioner kan även omfatta förvärv av aktier i andra företag. Avyttringsvillkor kan innebära krav på att företaget i olika stor omfattning skall amortera av lån om vissa tillgångar säljs. Villkoren avser typiskt större investeringar eller försäljningar som inte är en del av företagets normala verksamhet. Restriktioner avseende panter och säkerheter kopplade till skulder är en del av investerings-/produktionsvillkor då företaget inte kan avyttra pantsatta tillgångar utan långivarens medgivande (Smith & Warner, 1979). Villkor avseende säkerheter och panter kan också vara åtagande från företaget att inte ställa säkerhet för framtida krediter eller att inte göra det utan att samtidigt låta säkerheten med samma rätt att gälla befintlig kredit (Malitz, 1994). Investerings-/produktionsvillkor kan också innebära krav på att företaget skall upprätthålla vissa nivåer på rörelsekapitalet (Smith & Warner, 1979).

Villkor specifika för högt belånade företagsförvärv avser villkor som behandlar åtgärder om nyckelpersoner i företaget drabbas av sjukdom och restriktioner avseende premier avseende nyckelpersoners försäkringar. Vidare omfattas kategorin av villkor som avser restriktioner på företagsledningens ersättningar och villkor avseende förändringar i företagets ägarstruktur. Ytterligare ett villkor som är specifikt för högt belånade företagsförvärv är krav på att företagets hela bankengagemang skall flyttas över till den kreditgivande banken (Citron, Robbie & Wright, 1997).³⁴

6.2.2 Lånevillkor indelade efter styrprincip

Ytterligare en dimension av villkor kan läggas till analysen genom att relatera villkor till de styrprinciper som diskuterats ovan. Redovisningsbaserade villkor kan ses som en följd av bankens behov av att på trovärdiga grunder kunna följa upp att ett visst resultat presteras i företaget och därmed vara en form av resultatbaserad övervakning och styrning. Övriga villkor, icke redovisningsbaserade, kan betraktas som beteendebaserad övervakning och styrning. Banken uppfattar att det finns ett samband mellan företagets beteende och resultat och att det därmed är möjligt att utforma villkor i form av restriktioner och krav på företagets beteende.

Genom att indela villkoren i resultat- respektive beteendebaserade villkor uppnås två saker. För det första betonas vikten av att de resultatbaserade villkoren utfor-

³⁴ Villkoren som tas upp här skall ses i skenet av att de specifikt avser MBO:s, dvs. högt belånade företagsförvärv där företagets ledning också är investerare vilket förklarar varför villkoren till stor del avser förhållanden rörande företagsledningen och nyckelpersoner i företaget.

mas på ett sådant sätt att de speglar en finansiell utveckling i företaget som på ett adekvat sätt svarar mot bankens målsättning om en säker och hög avkastning i företaget och därmed att företaget är kreditvärdigt. För det andra fokuserar en sådan indelning på det faktum att de restriktioner och krav som ställs på företaget via de beteendebaserade villkoren avser handlingar och beteende i företaget som har sett samband med företagets kreditvärdighet. Om sambandet mellan företagets beteende och kreditvärdighet är okänt så fyller inte de beteendebaserade villkoren någon funktion.

Tabell 6-1. Lånevillkor efter kategori och styrprincip.

Kategori	Lånevillkor	Styrprincip
Redovisningsbaserade	Skuldtjänstvot ³⁵ Resultatbaserad räntetäckningsgrad Kassaflödesbaserad räntetäckningsgrad Räntetäckningsgrad efter investeringar Kassaflöde i relation till totala skulder Rörelsekapital Marginaler Kapitalomsättning Kassalikviditet Balanslikviditet Åldersstruktur på fordringar Skuldsättningsgrad	Resultat
Förtroendeskapande	Finansiell rapportering Bekräftelse om villkors uppfyllnad Redovisningsprinciper Miljölagar och andra lagar Försäkringar Skatteskulder	Beteende
Finansiering	Leasing och sale lease-back Nya lån Prioritet på lån Korsvis uppsägningsrätt	Beteende
Utdelning	Utdelning Återköp av aktier	Beteende
Produktion/Investering	Försäljning av tillgångar Option på ytterligare panter och säkerheter Investeringar Förvärv och fusioner	Beteende
Specifikt för högt belånade företagsförvärv	Ersättningar till ledning Policy avs. nyckelpersoner Överföring av bankengagemang Ägarförhållanden	Beteende

³⁵ Rörelseresultat före avskrivningar med avdrag för investeringar och skatt samt justerat för förändringar i rörelsekapital i relation till nettokostnadsräntor och amorteringar.

Tabell 6-1, ovan, visar en uppställning av vanligt förekommande villkor i låneavtal (Citron, 1992a, Citron, Robbie & Wright, 1997, Smith & Warner, 1979 samt Malitz, 1994)³⁶ indelade efter kategorierna redovisningsbaserade, förtroendeskapande, finansiering, utdelning och produktion/investering och villkor specifika för högt belånade företagsförvärv samt indelade efter styrprinciperna resultat- och beten- debaserad övervakning och styrning.

6.3 Lånevillkor och uppdragsrelaterade kostnader

I finansieringskontrakt uttrycks lånevillkor som avser att möjliggöra banken en övervakning och styrning av företaget (Smith, 1993). Lånevillkoren är avsedda att minska de kostnader som uppkommer i en uppdragsrelation och är ett uttryck för bankens vilja att minska den informationsasymmetri som råder i uppdragsrelationen samt övervaka och styra risken eller de uppdragsrelaterade kostnaderna i relationen med företaget. Smith & Warner (1979) menar att förekomsten av villkor i låneavtal existerar, och funnits i hundratals år, för att de representerar ett effektivt kontrakt.³⁷ Smith & Warner (1979) hänvisar dock till Miller (1977) som menar att lånevillkor kan existera utan att vara ett resultat av en effektiv marknad så länge deras påverkan är neutral. Villkor i lån som inte har någon påverkan kan därför existera i oändlighet. Smith & Warner (1979) menar att villkor i lån bidrar till att minska de uppdragsrelaterade kostnaderna men att de också ger upphov till kostnader, framförallt alternativkostnader, då lånevillkor innebär restriktioner på företagets handlingar.

6.3.1 Bankens övervakning och reducering av uppdragsrelaterade kostnader

Kvantitativa studier som analyserar uppdragsrelaterade kostnader i företaget visar ett samband mellan en banks övervakning och reducerade uppdragsrelaterade kostnader (Ang, Cole & Wuh Lin, 2000, Krishnaswami, Spindt & Subramaniam, 1999, Morgan, 1993)³⁸.

³⁶ Inga svenska studier har identifierats. Citrons (1992a) studie genomfördes i England och baseras på 38 stycken generella låneavtal och mallar till låneavtal. Citron, Wright & Robbies (1997) studie genomfördes i England och baseras på 22 brevenkäter och intervjuer med personer specialiserade på kreditgivning till högt belånade företagsförvärv. Smith & Warners (1979) studie baseras på ett stickprov om 87 publika räntebärande papper ("public issues of debt") utgivna i USA under perioden år 1974 och år 1975. Malitzs (1994) studie baseras på ett stickprov om 414 amerikanska företagobligationer ("corporate bonds") utgivna mellan år 1969 och år 1992. Inte alla redovisningsbaserade villkor som nämndes i de två förstnämnda studierna tas med utan endast de vanligaste. Vissa icke redovisningsbaserade villkor som endast är tillämpliga på publika skulder utelämnas också. Exempel är på sådana villkor är krav på bildandet av en fond för att återbetala lånet vid förfallotidpunkten och villkor kopplade till en extern rating av den publika skulden.

³⁷ Smith & Warner (1979) undersöker explicit lånevillkor i "bonds", obligationer vilka omsätts på en marknad. Författarna påpekar att lånevillkor i "privately placed debt", exempelvis banklån, är mer restriktiva än lånevillkor i obligationer och att orsaken kan vara att banklån, med en enda långivare, lättare kan omförhandlas och till en lägre kostnad. Banklån antogs därför förekomma i större utsträckning ju mer riskfylld investeringen är.

³⁸ Ang, Cole & Wuh Lins (2000) studie omfattar 1.708 mindre amerikanska företag år 1992. Morgans (1993) studie avser 135 stycken mindre amerikanska företag.

Ang, Cole & Wuh Lin (2000) visar att en banks övervakning förhindrar substitution av tillgångar³⁹, hämmar företagslednings överkonsumtion av förmåner, gör att företaget drivs mer effektivt och använder tillgångar på ett bättre sätt för att förbättra företagets finansiella utveckling.⁴⁰

Krishnaswami, Spindt & Subramaniam (1999)⁴¹ visar att företag med en högre risk för oaktsamt beteende och uppdragsrelaterade kostnader har högre andel banklån och en mindre andel publika räntebärande värdepapper än företag med lägre risk och uppdragsrelaterade kostnader och att detta även gäller företag som har tillgång både till den publika och privata kreditmarknaden. Speciellt företag med tillväxtmöjligheter gynnas av bankens övervakning och väljer banklån framför publika skulder. Förklaringen är att banklån medför restriktiva villkor och omfattande övervakning av företaget vilket reducerar de uppdragsrelaterade kostnaderna.

Morgan (1993)⁴² visar specifikt att företag med banklån som omfattar villkor är mindre begränsade avseende genomförandet av investeringar, till följd av brist på likviditet, än företag med banklån som inte omfattar villkor och att företag med sådana banklån är lika begränsade som företag utan banklån. Morgan (1993) menar att risken med banklån är att ett företag antingen genomför alltför riskfyllda investeringar eller väljer att avstå från lönsamma investeringar. Villkor medför att banken och företaget genomför förhandlingar och att det i förhandlingar framkommer huruvida banken kan acceptera investeringen eller inte och därmed ger företaget tillgång till likviditet att endast genomföra lönsamma investeringar. Därmed reducerar villkor de uppdragsrelaterade kostnaderna som skulle uppstå om företaget inte genomförde lönsamma eller för riskfyllda investeringar.

6.3.2 Villkorsrelaterade kostnader

Även om villkor reducerar villkorsrelaterade kostnader så medför också villkor nya kostnader. Kahan & Yermack (1998)⁴³ visar att emitteringen av konvertibla skuldebrev nästan aldrig innehåller begränsade villkor jämfört med räntebärande värdepapper utan möjlighet till konvertering. Kahan & Yermack (1998) förklarar detta med att villkor i räntebärande värdepapper som emitteras av företag är tänkta att begränsa uppdragsrelaterade kostnader men att de samtidigt kan vara begränsande och verka hämmande på företagets handlingsutrymme. Speciellt uttalat är detta i företag där goda investeringsmöjligheter föreligger och tillväxtmöjligheterna är go-

³⁹ Se stycke 4.1.2 "Skuldsättning och konflikt mellan aktieägare och långivare".

⁴⁰ Ang, Cole & Wuh Lin (2000) hänvisar vidare till Petersen & Rajan (1994), Berger & Udell (1995) och Cole (1998) som visar att relationen bank-företag genererar värdefull information om företagets kreditvärdighet.

⁴¹ Krishnaswami, Spindt & Subramaniam (1999) studie omfattar 297 större noterade amerikanska företags finansieringsstruktur perioden år 1987 till år 1993.

⁴² Morgans (1993) studie omfattar 135 mindre amerikanska tillverkande företag med banklån utan repektive med villkor samt företag utan banklån.

⁴³ Kahan & Yermack (1998) omfattar 192 emitterade räntebärande värdepapper med och utan möjlighet till konvertering år 1993 och 1994 i USA.

da. Lånevillkor som medför ett begränsat handlingsutrymme medför därför ökade uppdragsrelaterade kostnader genom att sätta gränser för företaget. Företag med goda tillväxt möjligheter väljer därför att emittera konvertibla skuldebrev, utan villkor, framför räntebärande värdepapper, utan möjlighet till konvertering, men med restriktiva villkor.⁴⁴

Beneish & Press (1995a)⁴⁵ visar i en undersökning att nya restriktiva villkor i låneavtal, som resultat av att företag brutit mot befintliga lånevillkor, kan påverka företagets möjligheter att utnyttja investeringsmöjligheter och att sådana lånevillkor kan medföra kostnader i form av negativ påverkan på aktiekursen. Malitz (1994) menar att lånevillkor är utformade för att kontrollera intressekonflikten mellan aktieägare och långivare och för att skydda långivaren från att drabbas av förluster. Samtidigt kan lånevillkor verka hämmande på företagets flexibilitet och förmåga att anpassa sig till framtida förändringar. Lånevillkor är därför inte utan kostnad. Malitz (1994) påpekar att utformningen av specifika lånevillkor därför är beroende av företagets karaktär.⁴⁶

Berlin & Loeys (1988) ställer upp en modell där individuella aktörer på kreditmarknaden till en låg kostnad kan observera indikatorer om företagets framtida förmåga att betala igen fordran. Indikatorerna kan exempelvis vara finansiella nyckeltal som används för att mäta företagets finansiella tillstånd. Indikatorerna är dock inte stabila i det avseendet att de med säkerhet kan påvisa företagets framtida betalningsförmåga. I modellen antags att villkor i låneavtal skrivs som funktioner av dessa nyckeltal. Företagets oförmåga att leva upp till lånevillkoren leder till att lånet sägs upp. Villkoren i låneavtalet är således baserade på imperfekta indikatorer, vilket leder till att alla beslut om att säga upp lån inte blir effektiva. Lånevillkoren i lånen tenderar därmed att bli för strikta eller för milda. För strikta lånevillkor leder till en överdriven uppsägning av lån medan alltför milda lånevillkor leder till att för många dåliga projekt tillåts fortsätta. En mer genomgripande analys av företagen skulle förse kreditgivaren med ytterligare information om företagets återbetalningsförmåga och besluten skulle därmed bli mer effektiva. Ytterligare information är dock kostsam. Berlin & Loeys (1988) betonar skillnaden mellan redovisningsinformation, som ofta kan insamlas till låg kostnad, och detaljerad information rörande företagets utsikter som endast kan insamlas genom en kostsam övervakning. Indikatorns stabilitet, eller förmåga att visa ett företags betalningsförmåga, är viktig. I de fall lånevillkoret är baserat på en indikator och där indikatorns stabilitet är god, dvs.

⁴⁴ Resonemanget som förs är att möjlighet till konvertering ersätter behovet av villkor. Placerare har, genom sitt potentiella ägande, samma målsättning som företagets ägare, och behöver därmed inte sätta restriktioner på företaget.

⁴⁵ Beneish & Press (1995a) studie omfattar 87 amerikanska företag som i årsredovisning rapporterat att de brutit mot villkor i låneavtal under åren 1983-1987.

⁴⁶ Malitz (1994) behandlar, i likhet med Smith & Warner (1979), explicit lånevillkor i obligationer vilka om-sätts på en marknad.

slutsatser om företagets betalningsförmåga kan dras från indikatorn, så är de låneformer som är känsliga för denna information mer lämpade, dvs. lån med strikta lånevillkor. Modellen visar även att vid en ökning av det förväntade resultatet av bra projekt eller en minskning av likvidationsvärdet av ett projekt så ökar lämpligheten av lån med mindre strikta lånevillkor. Orsaken till detta är att i projekt med relativt lågt likvidationsvärde medför striktare lånevillkor eller en övervakning av verksamheten inget extra värde eftersom en likvidation ändå inte medför några större vinster.

Ross (1993) menar att lånevillkor kan reducera, men inte eliminera, uppdragsrelaterade kostnader som följer av en ökad skuldsättning. En kredittagare kan i princip välja mellan att inte låna kapital, låna kapital utan lånevillkor eller låna kapital med lånevillkor. Att inte låna kapital är ett dyrt sätt att undvika kostnader eftersom lånat kapital är billigt tack vare skatterabatten som följer. I valet mellan lånat kapital med eller utan lånevillkor menar Ross (1993) att lånat kapital utan lånevillkor är dyrare än lånat kapital med lånevillkor under förutsättning att lånevillkoren utformas så att inga kostnader drabbar kredittagaren.

Williamson (1988) betonar transaktionskostnaderna och menar att fördelen med skuldsättning är de enkla och icke kostsamma regler som ett finansieringskontrakt innebär och som ett företag måste leva upp till. De förpliktelser som skuldsättning medför är regelbundna ränte- och amorteringsbetalningar, uppfyllandet av vissa likviditetskrav samt säkerhet. Om allt går bra så betalas ränta och amorteringar utan problem. Nackdelar med extern finansiering uppstår vid en betalningsinställelse. En finansiering förknippad med förpliktelser kan ibland leda till att lån sägs upp och tillgångar likvideras i fall då tillgångarnas egentligen värde är högre i en fortsatt verksamhet. Reglerna kan även innebära kompromisser som medför att värdehöjande beslut inte kan genomföras. Utrymmet för en mer avvägd bedömning av tillgångarnas värde finns inte i en regelbaserad förvaltning av krediten. Finansiering med eget kapital medför däremot en mer förlåtande och anpassningsbar förvaltning av tillgångarna som innebär en större urskiljningsförmåga att avgöra huruvida tillgångarna har ett större alternativt värde utanför verksamheten eller i en fortsatt verksamhet. Finansiering med eget kapital innebär en lägre turordning till avkastningen som tillgångarna genererar både då verksamheten drivs vidare och i fall av likvidering. Vidare innebär finansiering med eget kapital ett kontrakt som sträcker sig genom företagets hela livscykel. En styrelse har rättigheter att till- och avsätta företagets ledning, bestämma dess ersättning och har tillgång till intern information om företagets verksamhet och framtidsutsikter samt kan avgöra vilka investeringar och planer som skall implementeras innan de sätts i kraft. En större insyn i verksamheten finns samt en strävan och möjlighet att fortsätta verksamheten i de fall problem uppstår. Förvaltningen som det egna kapitalet ger upphov till är däremot mer kostsam än den regelbaserade översynen som extern finansiering medför. Wil-

liamson (1988) menar att i de fall finansieringen avser tillgångar som har ett alternativt värde så skall extern finansiering användas medan finansiering med eget kapital skall ske i de fall tillgångarna inte har ett alternativt värde utanför den verksamhet där de används.

Citron, Robbie & Wright (1997) pekar på att lånevillkor består av både redovisningsbaserade lånevillkor och icke redovisningsbaserade lånevillkor. För att lånevillkoren skall kunna fungera som övervakning och styrning av risken för oäktsamhet så krävs det att lånevillkoren utformas på ett sådant sätt att informationen från företaget inkommer opåverkad av företaget samt att det finns möjlighet till lämpliga åtgärder som kan sättas in i tid när lånevillkor inte efterlevs. Smith (1993) uttrycker det så att lånevillkorens förmåga att minska kostnaderna tillfaller låntagaren då lånet blir billigare ur kredittagarens synvinkel. Samtidigt innebär lånevillkoren restriktioner på företaget. Utformningen av lånevillkor innebär därför en avvägning mellan billigare finansiering och minskad handlingsfrihet. Tabell 6-2 är en sammanställning av de olika författarnas syn på för- och nackdelar med villkor i låneavtal.

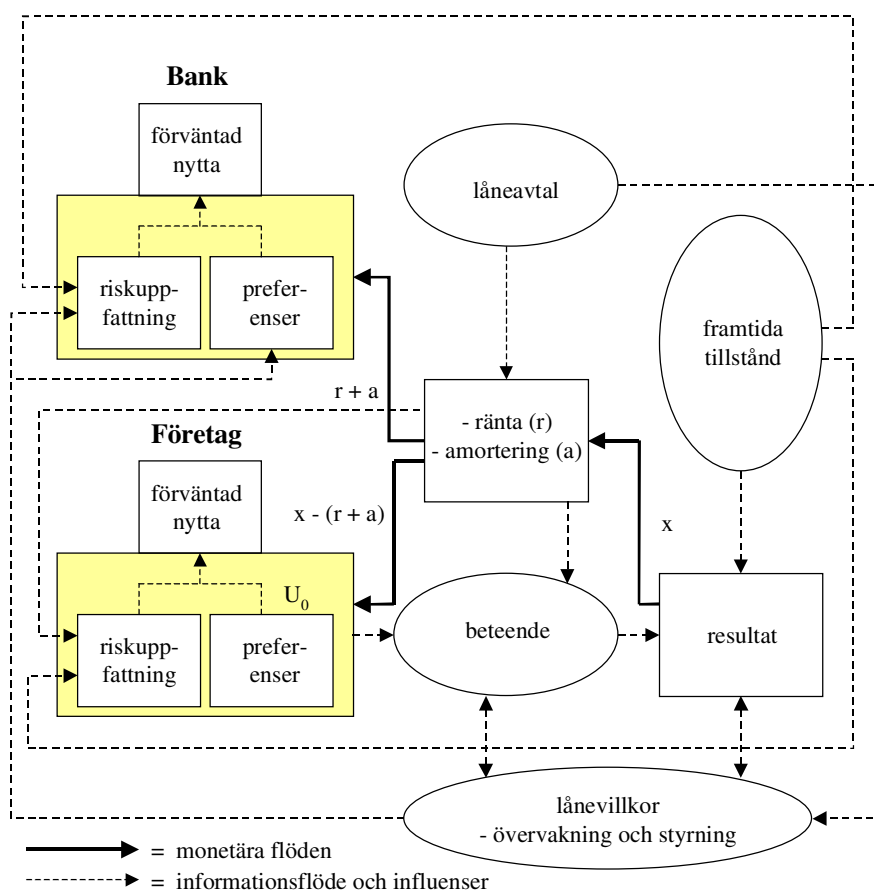
Tabell 6-2. Villkorsrelaterade kostnader

Författare	Fördel med lånevillkor	Kostnad med lånevillkor
Smith & Warner , 1979	Reducerar uppdragsrelaterade kostnader	Ökar alternativkostnaden p.g.a. restriktioner på företagets handlingsutrymme
Berlin & Loeys, 1988	Ger information om företagets återbetalningsförmåga	Ineffektiv uppsägning av lån
Williamson, 1988	Låg förvaltningskostnad	Ineffektiva likvideringsbeslut
Morgan, 1993	Reducerar uppdragsrelaterade kostnader	-
Ross, 1993	Rätt utformade lånevillkor reducerar uppdragsrelaterade kostnader som följer av ökad skuldsättning	-
Malitz, 1994	Motverkar substitution av tillgångar och underinvestering	Begränsar företagets flexibilitet och företages förmåga att reagera på framtida förändringar
Beneish & Press, 1995a	Ökad kontroll åt långgivaren	Minskar företagets möjlighet att utnyttja goda investeringsmöjligheter
Citron, Robbie & Wright, 1997	Möjliggör övervakning och styrning av företaget	-
Kahan & Yermack, 1998	-	Begränsar företagets handlingsförmåga
Krishnaswami, Spindt & Subramaniam, 1999	Reducerar uppdragsrelaterade kostnader	-
Ang, Cole & Wuh Lin, 2000	Reducerar uppdragsrelaterade kostnader	-

6.4 Övervakning och styrning i uppdragsrelationen bank–företag

Banken är beroende av ett kreditvärdigt företag för att få avkastning på det kapital banken satsat. Företagets återbetalningsförmåga ligger i dess framtida utveckling och är därför förknippad med en osäkerhet. Följden av att banken är beroende av företagets framtida betalningsförmåga är att banken strävar efter att övervaka och styra företaget med villkor i låneavtal. Förutsättningarna för styrning måste då föreligga. Kostnaden för övervakning och styrning får inte heller överstiga nyttan. Lånevillkor är ett sätt att reducera de uppdragsrelaterade kostnaderna i relationen bank–företag. En avvägning måste dock göras mellan reduktionen av uppdragsrelaterade kostnader och specifika uppdragsrelaterade kostnader hänförlig till användningen av villkor. Alternativen till styrning i enskilda krediter är att banken försöker omstrukturera eller reducera beroendet av enskilda krediter genom portföljhantering. Övervakning och styrning kan vara resultat- eller beteendebaserad vilket också gäller de lånevillkor som sätts upp av banken. En indelning av lånevillkoren i dessa två kategorier är därför möjlig.

Figur 6-3. Bankens övervakning och styrning i form av villkor



Bankens övervakning och styrning i uppdragsrelationen i form av villkor i låneavtal visas i uppdragsrelationen bank – företag, se Figur 6-3 ovan. I modellen över upp-

dragsrelationen bank – företag har två delar, som i tidigare kapitel benämnts företags handlingsalternativ och verksamhet istället betecknats med *beteende* och *resultat*. Genom att ändra benämningen poängteras de två styrprinciperna, beteendebaserad och resultatbaserad *övervakning och styrning* som används vid utformningen av *lånevillkor* i avtal. *Beteende* betecknar företagets olika handlingsalternativ. Villkor utformas för att övervaka men också styra företagets beteende i uppdragsrelationen. Med *resultat* avses det resultat som verksamheten genererar och som till viss del är beroende på företagets beteende men också framtida tillstånd. Både beteendebaserade villkor och resultatbaserade villkor ger banken information om företaget och ger den bild av företaget som i sin tur påverkar bankens riskuppfattning. Möjligheten att styra företagets beteende i form av de beteendebaserade villkor som används bidrar också till att banken uppfattar risken som lägre än om den möjligheten till påverkan inte funnits.

DEL III. INTERVJUER

7 INTERVJUER VID SPECIALISERADE BANKAVDELNINGAR

Kapitlet återger intervjuer som genomförts i samband med besök vid tre specialavdelningar för förvärvsfinansiering vid svenska banker. Kapitlet syftar till att ge en generell bild av hur en bank resonerar kring villkor i låneavtal vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv.

7.1 Bankens målsättning och riskbedömning⁴⁷

Vid tillfället för respektive besök bestod de tre specialavdelningarna av fem, sju respektive åtta personer. Vid en av avdelningarna var mer än hälften av personalen baserade i London medan personalen vid de övriga två avdelningarna i sin helhet var stationerade i Stockholm. Avdelningarna har alla bildats år 1996 eller senare.

Ingen av avdelningarna vill uppge exakt hur avdelningens engagemang ser ut eller hur många krediter som beviljas per år. Avdelningarnas engagemang anges dock uppgå till maximalt tio till femton krediter per år. Däri inkluderas transaktioner av alla typer dvs. transaktioner där avdelningarna fungerar som huvudkreditgivare samt transaktioner där avdelningarna deltar i kreditgivning arrangerad under ledning av andra banker som kan vara både svenska och utländska. Skillnaden i det årliga engagemanget mellan avdelningarna varierar mycket delvis till följd av att avdelningarna funnits olika länge.

Storleken på krediterna uppges variera från cirka 100 miljoner upp till cirka en miljard kronor. Det största engagemanget som nämnts uppgår till 5,9 miljarder. Mindre krediter hanteras normalt av andra avdelningar inom respektive bank. Avdelningarnas kunder utgörs primärt av de stora svenska riskkapitalbolagen som exempelvis Industri Kapital, Nordic Capital, EQT och Procuritas samt utländska motsvarigheter.

Två av avdelningarna ger i dagsläget krediter i form av lån med olika löptid medan den tredje avdelningen även ger krediter i form av ”mezzanine-finansiering” som innebär efterställda lån med en högre räntemarginal än vanliga lån samt innehållande en ”equity kicker” vilket innebär att banken har teckningsoptioner som ger rätt till en viss del av det egna kapitalet i företaget.⁴⁸

Skäl som anges till bildandet av specialavdelningar är att specialiserade avdelningar lättare kan hantera den ökade efterfrågan på förvärvskrediter. Med specialiserade avdelningar koncentreras kompetens som exempelvis riskbedömning och riskhante-

⁴⁷ De intervjuade betraktas i avhandlingen som representanter för en generell bank eller mer specifikt, som representanter för en generell specialiserad bankavdelning. Ordet ”banken” används därför som en gemensam beteckning för de intervjuade oavsett om en, två eller flera av de intervjuade avses.

⁴⁸ Se stycke 1.2.1 för en översiktlig genomgång av olika former av extern finansiering.

ring avseende förvärvskrediter. Ytterligare skäl som anges är att specialavdelningar krävs för att få intern acceptans i banken för denna typ av krediter som anses som mer riskfyllda än många andra former av krediter. En specialavdelning ger också större acceptans bland potentiella kunder och underlättar kontakter med de kunder som efterfrågar denna typ av krediter. Målsättningen är att skaffa bra kunder genom att erbjuda förvärvsfinansiering och samtidigt ställa krav på att överta det förvärvade företags totala bankengagemang. Att överta företags bankengagemang är ett krav för att en kredit skall beviljas. Krediter beviljas dels till utköpsbolaget för att finansiera förvärvet och dels till det förvärvade företaget i form av rörelsekrediter. Det förvärvade företaget måste refinansiera sina befintliga lån hos banken samt lägga över sina kommersiella flöden, valutaaffärer, garantier o.s.v., till banken. I sällsynta fall lånas pengar ut till företagsförvärv utan att kravet ställs att överta företags engagemang. Krav på refinansiering av befintliga skulder ställs av banken för att undvika intressekonflikter med andra banker. Vidare poängteras att det är svårt att värva bra företagskunder i Sverige varför en förvärvssituation är ett bra tillfälle för banken att värva nya kunder.

7.1.1 Likheter och skillnader i bankens och investerarens målsättning⁴⁹

En likhet i bankens och investerarens målsättning som lyfts fram vid besöken är att både bank och investerare vill tjäna pengar på den avkastning som företaget genererar. I detta avseende skiljer sig inte parternas målsättning åt. Skillnader finns däremot när det gäller hur avkastningen skapas och långsiktigheten. En investerare tjänar pengar genom att ta lite högre risk och uppnå en "exit" genom att så småningom sälja eller börsintroducera företaget till ett högre pris än det som ursprungligen betalades. På det viset får investeraren avkastning på det satsade kapitalet. Investeraren vill ha banken som finansiär av ett förvärv för att investeraren skall få en hävstång på avkastningen på det kapital de satsar. Investerarens intresse av företaget upphör efter en avyttring. Banken får avkastning i form av ränta och en ny kund som eventuellt kvarstår som kund även efter att investerarens intresse i företaget upphört. Båda parterna har i stort sett har samma intresse när det gäller att förstå företaget. I idealfallet handlar det om ett "partnership" mellan banken och investeraren när det gäller att komma fram till en gemensam analys eller bedömning av företaget.

En uppfattning som framförs är att investeraren gärna tar så stort banklån som möjligt då detta ger en större utväxling eller avkastning på deras satsade egna kapital. Nivån på andelen banklån blir därför också en avvägning mellan bankens och investerarens målsättning. Banken uppfattar att banken generellt är mer försiktig än

⁴⁹ I kapitel 7 används beteckningen "investeraren" och "företaget" omväxlande eftersom flera olika beteckningar på bankens motpart i relationen bank-företag användes i samband med intervjuerna. Avhandlingens definition av företaget, som inkluderar företagsledning, eventuellt utköpsbolag, den förvärvade verksamheten samt investeraren, skulle också kunna användas, se vidare stycke 3.4.1 "Uppdragsrelationen bank-företag".

investeraren. Marginalen är så liten att ett förlustlån kräver många bra lån för att kompensera en förlustkredit.

Skillnader i målsättning mellan företagsledningen och investeraren hanterar investeraren genom att ofta ställa krav på att en eventuell ledning skall gå in med egna medel i förvärvet som delinvesterar. Båda får på det viset samma ekonomiska incitament. Bankens uppfattning är att investerarens och ledningens intresse av den anledningen bör vara densamma. Det finns enligt banken ett ömsesidigt förtroende mellan parterna redan när avtalet skrivs och hamnar företaget i problem måste parterna lösa det gemensamt. Banken påpekar att de har stor respekt för de investerare som banken arbetar med. Investerarens kontaktnät, erfarenhet av förvärv och rationaliseringar ses som en styrka av banken. En viktig fråga är vilka personer som skall sitta i företagets styrelse. Investerarens nätverk av personer som kan användas i styrelsearbetet är därför en stor tillgång ur bankens perspektiv och är en viktig aspekt av bankens förtroende för investeraren. Banken betonar dock att banken inte helt överlämnar bedömningen och analysen till investeraren. Bankens egen analys utgör alltid en fundamental del av kreditgivningen.

7.1.2 Bankens initiala informationsinsamling och analys av företaget

Specifik finansiering, initial hög belåning och därmed hög risk medför att förvärvskrediter betraktas som speciella jämfört med andra typer av krediter. Innan banken går in i en affär görs därför en genomgång av företaget som skall förvärfas. Den initiala analysen som banken gör inför ett kreditbeslut är en sedvanlig analys som sker av företagets bransch, konkurrenssituation, framtid, trender som påverkar företaget, kund- och leverantörsberoende, prissituation samt lönsamhet jämfört med konkurrenter. Ett generellt krav som nämnts vid besöken är att banken skall ha tillgång till samma information som investeraren när det exempelvis gäller möjlighet att intervjua nyckelpersoner, att besöka företaget, intervjua konsulter, revisorer och jurister som genomfört analyser.

Exempel på genomgångar som utförs är:

- *finansiella genomgångar*
- *legala genomgångar*
- *marknadsstudier*
- *miljöstudier*
- *försäkringsstudier*
- *pensionsstudier.*

Normalt sett fungerar det så att investeraren ombesörjer att rapporter, studier och analyser avseende företaget genomförs och att rapporterna som tas fram även adresseras banken. Banken vill ha möjlighet att intervjua konsulterna som genomfört och skrivit rapporterna. Internt insamlas också mycket information för att verifiera informationen i de studier och analyser som banken får tillgång till. Orsaken till den mycket noggranna initiala analysen är att banken vill ha en förståelse och kunskap om företaget, branschen och företagets ledning. En av de intervjuade uttrycker det så att studierna skall ge underlag för bedömningar av hur mycket det potentiellt går att tjäna i företaget, vad som kan uträttas, hur konkurrensen ser ut, vilken potential som har utnyttjats och vilken potential som eventuellt inte utnyttjats.

Det betonas att banken har egna analytiker inom de flesta områden när det gäller att bedöma branscher, konjunkturutveckling och länder. Banken studerar marginaler, omsättning per säljare och andra nyckeltal och jämför med andra liknande företag. Företagets bransch analyseras och banken skapar sig en uppfattning om branschriskerna och affärsrisken i företaget.

En beskrivning ges av hur banken försöker skapa sig en bild av risken i företaget och sedan klassificera risken som hög, normal eller låg jämfört med en normalrisk. Banken utgår sedan från den bedömda risken och ett resonemang förs avseende den finansiella struktur som behövs för att matcha risken.

7.1.3 Bankens andel av förvärvsfinansieringen

En övre nivå på skuldsättningen är att nettoskulden i företaget högst får uppgå till att vara dubbelt så stor som det egna kapitalet. I de fall nettoskuldsättningen är större än så är det för att banken förväntar sig att inom ett år få tillbaka kapital så att skuldsättningen är nere på en nivå som banken uppfattar som mer rimlig. Inom tre eller fyra år skall nettoskuldsättningen motsvara det egna kapitalet.

Tumregler som nämnts vid bedömning av hur stor del av förvärvssumman banken kan bidra med i form av en kredit är att företaget, efter att krediten är given, skall ha en soliditet på cirka tjugo till tjugofem procent, en nettoskuldsättningsgrad⁵⁰ på maximalt två och ett kassaflöde från rörelsen som medger att skulden amorteras av på fem till sju år.

Ett banklån bör inte vara större än en viss multipel av ett tänkt fritt kassaflöde eller bruttovinst. Balans skall råda mellan storleken på banklånet och kassaflödet eller bruttovinsten i företaget. Räntetäckningen bör vara på en viss nivå. Om räntekostnaderna överstiger en viss nivå betraktas krediten inte längre som lånekapital utan snarare som ägarkapital vilket kräver en högre avkastning än vad en ränta på låne-

⁵⁰ Nettoskuld i relation till eget kapital

kapital normalt innebär. Vidare framhävs att det inte är lätt att göra denna avvägning mellan risk och skuldsättning.

Hur de första åren ser ut efter förvärvet har också betydelse för bankens bedömning av storleken på krediten. Är det exempelvis så att företaget vet att stora omstruktureringar måste genomföras som medför stora engångskostnader och som medför vissa risker de två första åren ställer banken krav på en större insats från de nya ägarna. Om risken bedöms som låg och det finns utrymme för att avyttra tillgångar som kan användas att betala av skulden kan andelen lån vara större.

Om inte investeraren satsar pengar så menar banken att det kan ifrågasättas hur mycket de tror på förvärvet. Någon form av kapitalinsats från investeraren kan därför sägas vara ett krav från banken sida. Andelen av förvärvssumman som banken är beredd att finansiera är beroende av det prognostiserade kassaflödet i företaget och den bedömda rörelserisken. Andelen lån som banken bidrar med av förvärvssumman är också beroende på vilken typ av rörelse det är och hur mycket rörelsekapital som normalt binds i företaget. Avdelningarna uppskattar att andelen av finansieringen i normalfallet består av cirka 1/3 eget kapital och 2/3 banklån.

En av de intervjuade påpekar att det är viktigt att investeraren har ytterligare pengar att skjuta till, i de fall detta skulle bli nödvändigt, även om det inte är ett krav. Banken vill inte vara sista källan till kapital. Om banken finansierar ett företagsförvärv och det av en eller annan anledning går snett och det behövs ett kapitaltillskott så vill banken i första hand att investeraren går in med eget kapital.

Vidare påverkas bankens andel av förvärvskrediten av huruvida krediten skall betraktas som en förvärvskredit eller en rörelsekredit i företaget. Proportionen mellan förvärvskrediten och rörelsekrediten kan skilja sig mycket åt beroende på företags befintliga skuldstruktur samt förvärvets upplägg. Om företaget är obelånat kan förvärvspriset vara högt vilket medför att förvärvskrediten blir stor.

Investerare vill normalt ha krediter dels i form av förvärvslån, dels rörelsekredit och gärna så mycket som möjligt i form av rörelsekredit och därigenom tona ned själva förvärvslånet. Köpare tittar på priset för företaget skuldfritt och räknar på vilket finansieringsbehov som finns i företaget. Banken kan inte ta för givet att det refinansieringsbehov som finns i företaget är riktigt. Banken menar att refinansieringsbehov som presenteras av investeraren många gånger är för stort och att en del av behovet egentligen är att betrakta som ett behov av förvärvskredit. Vidare påpekar banken att om det nyligen skett förvärv av andra bolag i verksamheten så betraktar banken den rådande skuldsättningen som förvärvsskulder och ej rörelseskulder. Det är därför ganska sällan som banken accepterar de relationer mellan förvärvslån och rörelsekredit som investeraren föreslår. Banken föredrar normalt en större andel

förvärvslån och därmed en snabbare amortering av skulden än vad investerare föredrar.

7.1.4 Parters riskbedömning

Bankens analys och riskbedömning av företaget som skall förvärvas skiljer sig åt från investerarens på det viset att banken fokuserar på transaktionens nedsida medan investeraren mer fokuserar på potentialen i företaget. Skillnader i målsättning beskrivs som att banken inte åtnjuter någon extra avkastning om företaget går mycket bra medan investeraren kan dra fördel av detta. En sämre utveckling än förväntat påverkar risken i bankens förväntade avkastning genom att utrymmet för räntebetalningar och amorteringar minskar.

De två huvudfrågorna banken försöker besvara är hur väl företaget kan klara det åtagande företaget har gentemot banken, återbetalningsförmågan, och vad riskerna är för att de inte skall klara av det. Alternativa kassaflöden som försäljningar av tillgångar är också av vikt vid bankens kreditbedömning. Det primära för banken är det kassaflöde som företaget kan generera.

Bankens syn är att om det är en professionell investerare som banken lånar ut pengar till så anser banken att bedömningen av riskerna i företaget inte bör skilja sig åt mellan parterna. Analysen är i många delar likadan avseende trender i marknaden o.s.v. samt av den finansiella strukturen i företaget. Bankens uppfattning är att riskbedömningen dock kan variera från investerare till investerare bland annat beroende på att denna marknad är relativt ung i Sverige och att erfarenheten av denna typ av analys och transaktioner är begränsad. Affärsplaner som presenteras kan vara mer eller mindre underbyggda.

Frågan om huruvida investeraren är beredd att ta större risker än banken kan acceptera i och med att det lånade kapitalet inte är deras så framförs det att det beror på vilken investerare man avser. I vissa fall ställer företags ledningen upp med eget kapital som privatpersoner. Det kan röra sig om ansevliga belopp. Banken menar att även de övriga investerarna satsar stora belopp och att de absolut inte är likgiltiga inför risker. Vidare menar banken att om investerare skulle missköta en kredit och se lättsinnigt på enskilda investeringar kommer de att få oerhört svårt att finansiera framtida investeringar. Banken menar därför att alla inblandade parterna har anledning att anstränga sig i ett läge där företaget utvecklas på ett negativt sätt och att en investerare inte nödvändigtvis tar en större risk bara för att en del av förvärvssumman är lånat kapital.

Banken försöker eliminera ett oacceptabelt risktagande genom att endast bevilja krediter till kunder där ett pålitligt beteende kan förväntas. Banken menar att företagen som kommer ifråga för förvärv har en ledning som är professionell i sina respektive branscher med starka styrelser utsedda av en kompetent ägare. Miljöer med

inkompetent företagsledning existerar inte i bankens kundkrets enligt de intervjuade. Investeraren är vana vid omfattande beslut och utrymmet för godtycke och amatörism är litet. Sedan kan det gå dåligt ändå men banken kan utgå ifrån och lita på att arbetet sköts så professionellt som möjligt.

7.1.5 Bankens tillgång till information

Fram till att affären är genomförd så befinner sig parterna i en unik situation genom att de har samma intresse menar en av de intervjuade. Så fort en kredit är beviljad så blir investeraren i första hand intresserad av att uppnå sin egen målsättning. Ett exempel ges:

”Säg att det skulle gå sämre än planerat. Banken kan inte i det läget nödvändigtvis lita på att investeraren är lika objektiv längre när de förklarar hur det skall gå nästa år eller varför banken skall vänta med en amortering. Alternativet är att investeraren får skjuta till pengar. På det viset försämras investerarens kalkyl. De kan då tänkas att investeraren understryker eventuella fördelar med projektet men inte lika starkt understryker eventuella risker. Då har banken och investeraren plötsligt olika intressen”.

Uppfattningen hos avdelningarna är att de arbetar förtroendefullt med investeraren. Banken får all den information investeraren har inklusive information avseende de förändringar som kommer att ske i företaget efter förvärvet. Det går dock inte att garantera att man faktiskt har tillgång till samma information.

En syn som framförs vid besöken är att investeraren vill belåna förvärvet så högt som möjligt, till så låg ränta som möjligt och med så få begränsningar som möjligt. Möjligheten finns därför att investeraren kan undanhålla information för banken. Inga affärer görs därför med nya okända investerare. Kan inte investeraren tillgodoses bankens krav på information så är banken inte beredd att låna ut pengar för förvärvet. Banken har en stark ställning att begära information om företaget och kan ställa krav på att ytterligare utredningar skall göras.

Avdelningarna har inte upplevt att företaget undanhållit information för banken efter att en kredit är given. En betoning görs dock att allt handlar om framtiden vilket medför att bedömningar är subjektiva. Beroende på situationen kan man vara olika pessimistisk eller optimistisk. Allt som har med affärer att göra är mer tro än vetande. Personlighet, privatekonomiska överväganden, rädsla för styrelseordföranden och mängder av andra saker som har med psykologi att göra kan ha betydelse. Att företaget medvetet skulle förtiga saker och inte ge banken det bästa svaret på en fråga är inget som bekräftas av avdelningarna. Uppfattningen om vad som är riskfyllt kan däremot skilja sig åt. Ett exempel ges:

”Företaget kan ha en orderstock som stödjer nästa års budget. Men en orderstock kan annulleras om det inträffar saker ute i världen och då är det ingen orderstock längre. I det fallet är det inte

ett medvetet undanhållande av information. Men det kan finnas olika grader av önsketänkande när det gäller orderstocken. Alla vet att en order kan sägas upp, men om det verkligen kommer att ske är oklart”.

Investeraren har dock inte alltid fattat alla beslut avseende företagets framtid och därför inte har tillgång till all information. Investeraren letar själva information för bästa möjliga beslutsunderlag.

7.1.6 Omstrukturering efter förvärvet

Högt belånade företagsförvärv innebär nästan alltid förändringar i företaget enligt de intervjuade. Grundtanken med ett förvärv är många gånger att förändringar skall genomföras i företaget. Ibland är det exempelvis fråga om en investerare som köper flera liknande verksamheter för att slå ihop till en större enhet. En uppfattning som lyfts fram är att det ofta utvecklas en väldig kraft i samband med ett företagsförvärv när en ledning får fokus på sig och incitament genom ett eventuellt delägarskap med bra möjligheter till avkastning på det satsade kapitalet. Uppfattningen från bankens sida är att potential ofta finns inbäddad i företaget. Potentialen som frigörs i och med ett förvärv kan enligt banken förklaras av sådana saker som:

- *ökat gehör för idéer*
- *full uppmärksamhet riktas på ledningen från den nya styrelsen*
- *en styrelse som ofta är väldigt erfaren och med en klar målsättning att förändra och förbättra företaget.*

Det poängteras att stora förändringar innebär en större risk vilket medför att banken genomför mer omfattande analyser för att få förståelse för branschen och företaget. Den ökade risken som stora förändringar medför är svårare att bedöma både för banken och företaget. När det gäller exempelvis förvärvsstrategier, där en investerare skall köpa flera företag, är det väldigt svårt för köparen att konkretisera vilka effekter detta kommer att få. Ofta vet inte investeraren initialt vilka företag som skall förvärvas. Grundprincipen i de fallen är att det första förvärv som genomförs, och som banken är med och finansierar, skall kunna stå på egna ben och vara tillräckligt för att klara av finansieringskostnaderna även om investeraren inte fullföljer strategin att förvärva ytterligare företag.

Det poängteras att investeraren bidrar mycket genom att fokusera på outnyttjad potential i företaget. Investeraren gör en välgärning, som en av de intervjuade uttrycker det. Att risken inledningsvis ökar till följd av förändringarna är möjligt, men banken menar att det inte finns någon anledning att inte stödja förändringsprocessen. Banken tillägger också att när investeraren har gjort en analys och gått igenom vilken potential som finns i företaget så blir omstruktureringar ofta mer omfattande än vad som ursprungligen avsågs.

7.2 Typer av villkor i låneavtal

Bankerna använder sig av ett antal standardlånevillkor i de finansieringskontrakt som upprättas utöver krav på betalning av ränta och amorteringar. Finansiella respektive generella lånevillkor är en benämning som används av en avdelning.

7.2.1 Finansiella lånevillkor

De finansiella lånevillkoren som förekommer är kopplade till företagets finansiella utveckling och innebär krav på företaget som förbinder sig att upprätthålla vissa nivåer på nyckeltal som definieras i villkor. De finansiella nyckeltal som beskrivs är:

1. *nettoskuld/EBITDA*⁵¹: finansiella skulder reducerat med finansiella tillgångar i förhållande till rörelseresultat före avskrivningar på materiella och immateriella anläggningstillgångar'
2. *nettoskulden/EBITA*⁵²: finansiella skulder reducerat med finansiella tillgångar i förhållande till rörelseresultat före avskrivningar på immateriella anläggningstillgångar
3. *EBITDA/finansnetto*: rörelseresultat före avskrivningar på materiella och immateriella anläggningstillgångar i relation till finansnetto
4. *(EBIT⁵³ + ränteintäkter)/räntekostnad*: rörelseresultat före räntor och skatter ökat med ränteintäkter i relation till räntekostnader
5. *EBITA/(räntor och amorteringar)*: rörelseresultat före räntor, skatt och avskrivningar på immateriella tillgångar i relation till nettokostnadsräntor och amorteringar
6. *Skuldtjänstknot*: rörelseresultat före avskrivningar med avdrag för investeringar och skatt samt justerat för förändringar i rörelsekapital i relation till nettokostnadsräntor och amorteringar
7. *minimum eget kapital*.

Nettoskuld i relation till rörelseresultat (1 och 2) avser att företagets skuld sätts i relation till resultatet före avskrivningar på anläggningstillgångar med variationen att avskrivningar på materiella anläggningstillgångar tillåts reducera resultatet eller ej. Måttet ger en uppskattning av hur många års verksamhet som krävs för att nettoskulden skall betalas av. Nyckeltal där skulden relateras till ett resultatmått mäts kvartalsvis. Resultatet avser med rullande tolv månaders perioder för att skulden skall relateras till ett helt års resultat.

⁵¹ Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization

⁵² Earnings before interest, taxes and amortization

⁵³ Earnings before interest and taxes

Räntetäckningsgrad (3,4 och 5) speglar resultatets täckning av räntekostnader (samt amorteringar). Nyckeltalen ger enligt uppgift en indikation om företagets räntekänslighet dvs. hur många gånger rörelsen klarar av att betala företagets räntekostnader (inklusive amorteringar) som skuldsättningen ger upphov till. Icke kassaflödespåverkande räntor som exempelvis ränta på pensionsskuld och konvertibler räknas inte med enligt en av avdelningarna. Den primära orsaken som nämndes till att ett resultatmått före avskrivningar används är att ett sådant nyckeltal är en bättre approximation av kassaflödet än mått baserat på resultat efter avskrivningar.

Skuldtjänstkvot (6) avser att spegla ett kassaflöde tillgängligt för amorteringar och räntor. Måttet är det enda som innehåller justeringar för förändringar i rörelsekapital och som därmed fångar upp exempelvis om lager ökar och binder en del av kassaflödet. Skuldtjänstkvoten skall vara större än eller lika med det åtagande företaget har gentemot banken i form av räntor och amorteringar, dvs. banken kräver att ett kassaflöde motsvarande ett års räntor och amorteringar måste genereras av rörelsen på årsbasis. I de fall rörelsen exempelvis bara genererar 90 procent av räntor och amorteringar och företaget därmed måste använda sig av existerande kassa eller krediter för att betala en del av räntor och amorteringar så uppfyller inte företaget den avtalade nivån på nyckeltalet.

Ett krav på minimum eget kapital (7) finns som ökar successivt under kreditens löptid. Övriga nyckeltal ger signaler banken behöver för sin bedömning av företagets resultatutveckling. En av avdelningarna menar att det exempelvis kan tänkas att en nedskrivning sker mot det egna kapitalet som inte påverkar resultatmåttan varför ett krav på minimum eget kapital finns. Olika nyckeltal har förekommit över tiden. Tidigare använde en av avdelningarna ett lånevillkor med ett nyckeltal definierat som *nettoskuld/eget kapital*. Banken har gått ifrån det nyckeltalet bl.a. beroende på att behandlingen av goodwill gör att den ibland kan skrivas bort mot det egna kapitalet. Banken menar att med villkor där nettoskulden relateras till ett resultat och villkor där resultatet relateras till räntekostnader har inte balansräkningen i företaget täckts upp på ett adekvat sätt varför dessa lånevillkor kompletteras med ett lånevillkor om ett minsta eget kapital.

Det påpekades vid ett av besöken att banken i princip följer Finansanalytikernas rekommendationer avseende nyckeltal i de finansiella lånevillkoren. Strävan är att definiera nyckeltalen så att den vanliga redovisningen går att använda. De skall vara så nära företagets egen rapportering som möjligt så att inga speciella beräkningar skall behövas göras. Resultatmått som exempelvis *EBITDA* betraktas som relativt opåverkad av redovisningsprinciper. Avskrivningsprincip vad det gäller exempelvis goodwill påverkar ej detta mått. En av avdelningarna påpekar att svenska redovisningsprinciper följs och inga justeringar görs av måttet. Detta gäller exempelvis definitionen av nettoskuld. Till den del det finns en valutakurspåverkan på den redo-

visade skulden så accepteras den redovisade skulden som den blir enligt svenska redovisningsprinciper.

7.2.2 Generella lånevillkor

Utöver finansiella villkor så förekommer ett antal generella villkor i låneavtal. Villkoren innebär att företaget inte får agera på ett visst sätt utan bankens medgivande samt krav på att företaget måste förse banken med information. Villkoren avser:

1. *köp och försäljning av företag*
2. *investeringar och försäljning av andra tillgångar*
3. *utdelning*
4. *nya lån*
5. *panter och säkerheter*
6. *förändrade ägarförhållanden*
7. *överföring av bankengagemang*
8. *rapportering*
9. *efterlevnad av lagar och tillstånd*

Villkor avseende köp och försäljning av företag (1) finns med då många av de förfrågningar som kommer till banken har sitt ursprung i investeringsstrategier hos investeraren som bygger på att fler förvärv skall genomföras. Banken vet därför ofta på förhand att fler förvärv kommer att genomföras. De framtida förvärven ligger dock inte med i de prognoser banken tar del av. När företaget sedan gör ett nytt förvärv så betraktas det som en helt ny affär av banken. Ett nytt kreditbeslut måste tas som grundas på en ny prognos och nya villkor. Investeraren måste också i det läget bidra med nya pengar för att banken skall bidra med ytterligare krediter. För att belysa hur lånevillkoren fungerar ges ett exempel.

”Företaget har sagt att de tänker sälja en rörelse som är ett dotterbolag i Frankrike och vill använda pengarna för att bygga upp något i Baltikum. Om detta står i affärsplanen är en sådan avyttring i sin ordning. Om det inte är upptaget i affärsplanen så får företaget ta upp en diskussion med banken som då kan godkänna det”.

Villkor avseende investeringar och försäljningar av andra typer av tillgångar (2) innebär att ett tak sätts på de totala investeringar ett företag får genomföra utan bankens godkännande. Tak kan också sättas på enskilda investeringar. Villkor avseende försäljningar av tillgångar innebär i princip att tillgångar ej får avyttras annat än vad som är en del av den normala rörelsen. Skulle företaget ändå avyttra tillgångar så skall det ske

till marknadspriser och köpeskilling som övergår ett visst tröskelbelopp skall användas till amortering av lånet.

Begränsningar på investeringar innebär att om företaget vill göra större investeringar än lånevillkoren medger så måste bolaget ha bankens tillåtelse. Avsikten med villkoren är dock inte att uttryckligen förbjuda företaget att göra någonting. Banken vill exempelvis inte i lånevillkor säga att företaget inte får investera för mer än 10 miljoner per år. Banken anser att detta är att lägga sig i företagets skötsel vilket inte är avsikten. När det gäller avyttringar så får företaget sälja mindre inventarier. Det finns dock materialitetsgränser. När det gäller större saker så får företaget avyttra sådant under förutsättning att företaget använder likviden till att amortera lånet. Företaget får inte sälja väsentliga tillgångar och sedan använda likviden för investeringar som banken inte har haft kännedom om sedan tidigare. Då bryter företaget lånevillkoreavtalet. Två exempel ges:

”Det kan vara så att företaget redan från början tagit till i låneramen så att det skall räcka till ett förvärv i Polen. Det finns kanske redan ett avtal som säger att så fort förvärvet är genomfört så skall företaget köpa en fabrik där nere. Ett sådant förvärv är då inget problem ur bankens synvinkel”.

”Företaget får gärna sälja en fastighet om det anser att det inte behöver den eller istället hyra den, men en diskussion måste tas med banken först om att likviden skall betalas till banken som en amortering. Om företaget skall använda likviden till att utveckla ett befintligt eller nytt affärsområde så menar banken att det är att betrakta som ett nytt kreditbeslut”.

Utdelningsvillkor (3) innebär i princip att ingen utdelning får förekomma under förvärvslånets löptid. Banken anser att de medel som finns att tillgå antingen skall användas i rörelsen eller till amorteringar. I de fall investeraren finansierar en del av förvärvet med efterställda lån så får långivarna i allmänhet ingen ränta utbetald under den tid bankens förvärvslån ännu ej är återbetalt. I vissa fall där utomstående varit med och finansierat förvärvet i form av subordinerade lån har banken tillåtit att ränta betalas ut under förutsättning att vissa villkor varit uppfyllda. Företaget skall i de fallen ha utvecklats bättre än den prognos som investeraren försett banken med. Om så är fallet kan en del av det överskjutande kassaflödet användas till räntebetalningar till annan långivare än banken. Exempel på andra långivare än banken, där räntebetalningar har accepteras, är tidigare ägare som tillskjutit kapital i form av förlagslån med krav på räntebetalningar eller en investerare som, vid sidan av en riskkapitalfond, gör en investering i företaget.

Villkor avseende nya lån (4) innebär i princip att ingen ytterligare skuldsättning accepteras av banken som skall vara den enda långivaren. Företaget får inte låna mer pengar och ge den nya långivaren en bättre prioritet än banken. Företaget får inte heller ge den nya långivaren säkerheter eller låna så mycket pengar att företaget

bryter sina övriga lånevillkor. Om ägarna anser att det går att bygga värden i företaget utöver vad som ryms inom låneavtalet är ägarna fria att skjuta till mer egna pengar och då kan eventuellt banken låna ut mer pengar. Utrymme finns för konstruktiva diskussioner som kan lösa problemet och åstadkomma den tillväxt som företaget önskar menar banken. Företaget kan dock inte räkna med att en expansion skall finansieras med bankens medel eller genom att lånevillkor inte efterlevs. Banken kan ställa upp ett antal finansiella villkor som gör det svårt för företaget att genomföra investeringar genom att låna pengar från en annan långivare.

Om företaget utvecklas över förväntan så förekommer det att banken kräver att överskottskassaflöde som genereras skall användas till att amortera av lånet. Amorteringar kan således öka om prognosen överträffas. I det fallet en extraamortering inte krävs gör banken den bedömningen att investeraren använder överlikviditeten på ett sätt som är bäst för företaget och i slutändan också bäst för banken. Används överlikviditeten i rörelsen istället för till amortering så kan banken godkänna det.

Villkor avseende panter och säkerheter (5) avser dels aktierna i det förvärvade företaget och dels andra rörelsepanter avseende rörelsekrediter. Banken övertar de panter och säkerheter som finns. Inga säkerheter får pantsättas till någon annan. Banken är den enda kreditgivaren och därmed har banken kontroll på övriga säkerheter och panter. Aktier i det förvärvade bolaget pantsätts som regel. Aktier i eventuella dotterbolag används som säkerhet för den del av förvärvsfinansieringen som ges i form av rörelsekrediter. Garantier från investeraren förekommer inte. Avseende panter och säkerheter finns alltid en skyldighet för företaget att när helst banken begär leverera ytterligare säkerheter. En av de intervjuade menar att ur bankens synvinkel så är panter mer värda när företaget är en "going concern" dvs. verksamheten fortgår. I en obeståndssituation finns dock ett intresse hos banken att även ha panter i form av företagshypotek, fastigheter, inventarier och maskiner utöver pant i de förvärvade företags aktier. Därför finns det ofta i lånevillkoren att banken har option att i ett senare skede av engagemanget kunna kräva ytterligare säkerheter i företags tillgångar utöver aktierna.

Villkor avseende förändrade ägarförhållanden (6) avser det faktum att banken, i samband med ägarbyte, kan säga upp lånet och välja att inte fortsätta engagemanget även om företaget hittills ej brutit mot lånevillkor.

Villkor avseende överföring av bankengagemang (7) avser bankens krav på att det förvärvade företaget måste lägga om sina befintliga lån till banken samt krav på att banken skall övertaga företagets övriga bankaffärer. Kravet ställs av banken för att undvika intressekonflikter med andra banker.⁵⁴

Villkor avseende rapportering (8) kan sammanfattas med krav på företaget som innebär:

- i) *finansiell rapportering*
- ii) *bekräftelse att inga lånevillkor brutits*
- iii) *upplysningsplikt om villkor bryts*
- iv) *allmän informationsplikt*

Villkoren innebär att företaget är skyldigt att ge kvartalsvisa rapporter 30-45 dagar efter ett kvartals utgång och bekräfta att företaget vid varje kvartal uppfyllt villkoren samt beräkningar beräkningar av nyckeltalen som ställs upp i de finansiella villkoren. En allmän informationsplikt finns också om någonting av betydelse är på väg att ske, exempelvis förhandlingar av olika slag eller att ett villkor inte kommer att kunna uppfyllas. Krav på styrelsrepresentation med rösträtt förekommer inte enligt en av representanterna. Däremot kan krav på en observatör förekomma i de fall krediten avser ett efterställt lån.

Villkor avseende efterlevnad av lagar (9) avser krav på företaget att följa de miljölagar och andra lagar som avser affärsverksamhet. Eventuella tillstånd skall finnas och efterlevas.

7.3 Lånevillkors utformning

Förhandlingar med investeraren avseende villkor och nivåer upplever banken som ganska smidiga. Så länge bankerna inte kommer med något villkor som är helt nytt och som inte kan förklaras logiskt så accepteras villkoren av investeraren menar banken. Diskussioner kan förekomma vid fastställandet av nivåerna i de finansiella villkoren. Investeraren vill gärna ha ett handlingsutrymme och förhandla om nivåer på villkor även om det ibland kan vara mer förhandlingsspel än ett verkligt krav menar banken. Speciella förutsättningar kan medför att andra finansiella lånevillkor sätts samman för att bättre passa företaget och på ett mer adekvat sätt visa företagets finansiella situation och företagets finansiella risk.

En hög rörelserisk leder till en mer konservativ finansiell struktur. Nivåerna på lånevillkoren hänger ihop med den initiala analysen av företaget. Utformningen av

⁵⁴ Vid besöken beskrivs inte detta krav som ett villkor som explicit finns med i låneavtalet utan mer som ett krav för att krediten skall beviljas.

lånevillkoren baseras på affärsplanen som investerarna presenterar för banken. Enligt banken är lånevillkoreavtalet i princip formulerade så att om företaget avviker från den affärsplanen som upprättats så bryter det mot avtalet och överenskommen. Stora avvikelser t.ex. i form av investeringar jämfört med affärsplanen får inte förekomma utan bankens skriftliga tillåtelse.

7.3.1 Företagets prognos och affärsplan som utgångspunkt för utformning av villkor

Avdelningarna ställer stora krav på investeraren att presentera en väl underbyggd prognos avseende det förvärvade företaget. Prognosen görs av investeraren och kan sträcka sig tio år framåt i tiden och visar tänkt resultatutveckling och kassaflöde. Materialet omfattar även de åtgärder som medför att kassaflödet skall kunna öka. Banken förutsätter att prognosen är så genomarbetad som möjligt och accepterar därför inte för stora avvikelser i villkorens nivåer jämfört med prognosen.

Det betonas att prognosen visar investerarens syn på företagets tänkta framtida finansiella utveckling och blir därmed också det scenario som investeraren förbinder sig vid enligt banken. Banken har därför ett intresse av att fixera prognosen genom de villkor som ställs upp och därmed tydligt indikera att prognosen utgör företagets lägsta målsättning.

Det poängteras att det inte är banken som ställer upp de scenarier som lånevillkor och krediten baseras på utan det är företaget dvs. investeraren tillsammans med företagets ledningen som presenterar scenarier för banken. Utformningen av lånevillkoren är också ett resultat av mer eller mindre ingående diskussioner mellan banken och investeraren. Normalt vill investeraren hålla nivåer på lånevillkor nere jämfört med banken. Banken uttrycker det så att företaget vill ha så stort handlingsutrymme som möjligt medan banken strävar efter att lånevillkoren skall följa affärsplanen och de prognoser som finns även om banken ger en viss ”rabatt”. Lånevillkoren utformas så att företaget måste komma i närheten av prognosen för att lånevillkoren skall kunna följas.

Standardavtal är inte alltid det som gäller. Beskrivningen av hur nivåerna på lånevillkoren utformas är att banken normalt sett utgår från investerarens prognos. Ytterligare ett scenario ställs upp där utfallet blir sämre än prognosen. Nivåerna bestäms sedan på de finansiella lånevillkoren strax under det scenariot. Företaget skall kunna acceptera tanken att det sämre scenariot är ett försiktigt räknat scenario. Även företaget skall inse att det krävs extraordinära åtgärder om utfallet blir i nivå med det sämre scenariot menar banken. Nivåerna på nyckeltalen i de finansiella villkorens sätts så att det finns ett visst utrymme för variationer kring prognosen.

Nivåerna följer eller reflekterar de prognoser företaget har. Nivåer som nämndes är exempelvis att skuldtjänstkvoten inte får understiga ett, skuldsättningen i relation till

rörelseresultatet normalt inte bör överstiga fem samt att rörelseresultatet i relation till räntor inte bör understiga 2,5.

En fallande eller stigande skala kan användas på nivåerna i villkoren. Samma nivåer på nyckeltalen gäller således inte under hela lånets löptid. Nivåerna kan ändras från halvår till halvår. Nivåerna fastslås redan från början för hela kreditens löptid och inte beroende på eventuell ny information vid respektive tidpunkt. Så länge företaget lever upp till prognosen ser inte banken någon anledning till att räkna om nivåerna på villkoren och sätta andra krav.

Amorteringskravet räknas fram ur prognosen på samma sätt som de finansiella villkoren. Storleken på amorteringarna sätts aldrig så att företaget kan hamna i en situation där de finansiella villkoren efterlevs men räntor och amorteringar inte kan betalas. Det skulle kunna innebära att alla finansiella villkor uppfylls men att rörelsen inte genererar tillräckligt med kassaflöde för att betala räntor och amortera skulden.

7.3.2 Känslighetsanalyser

Banken utför ett antal känslighetsanalyser av prognosen med utgångspunkt i bankens analys av företaget. Banken kan fatta sitt kreditbeslut på en förändrad prognos som känslighetsanalysen medfört men i villkoren knyter banken upp investeraren mot prognosen. I prognosen ingår ett kassaflöde för hela perioden som skulden löper. Investerarens prognos bygger på att det fria kassaflöde som blir kvar efter rörelsekapitalförändringar, skatt och investeringar går till amortering av skulder tills förvärvsskulden är återbetald. Prognosen sträcker sig därför ett antal år framåt i tiden. Prognosen uttrycker investerarens planer och tankegångar och mycket kan givetvis hända som gör att utfallet skiljer sig från prognosen menar banken. Även om banken har gjort känslighetsanalyser på prognosen och analyserat hur olika utvecklingar påverkar återbetalningsförmågan så är det investerarens prognos som ligger till grund för det kreditbeslut som fattas, dvs. uppnås prognosen så kommer lånet att kunna amorteras enligt plan.

Ett krisscenario som underlag till kreditbedömningen används också där exempelvis ett kraftigt försäljningstapp simuleras. Företaget skall klara ett sådant tapp om marginalerna samtidigt går ner. Investerarens prognoser är ofta en spegling av ett historiskt genomsnitt och omfattar därmed inte naturliga variationer i exempelvis cykliska branscher. Enskilda dåliga år kan slå hårt på betalningsförmågan och krisscenariot speglar det bättre än prognosen. Villkoren sätts däremot inte efter krisscenariot utan det är tänkt att spegla hur mycket längre återbetalningen blir om scenariot skulle inträffa.

7.3.3 Begränsad kännedom om företagets transformationsprocess

När det gäller företagets handlande menar en av de intervjuade att det inte går att avtala om att företaget exempelvis skall upprätthålla en bra produktutveckling. Ett sådant avtal går inte att följa upp. Investeraren vill inte att banken går in i företagets skötsel och verksamhet i onödan och sätter begränsningar för företaget som banken inte kan motivera. Trots att den kvalitativa analysen har stor betydelse så går det bara att avtala på den kvantitativa analysen dvs. det som går att mäta i form av siffror vilket uttrycks i de finansiella lånevillkoren.

Vidare framhävs att kunskap om hur företaget genererar intäkter, vilka misstag som kan begås, hur produktutvecklingen kan misslyckas, hur kunder kan misskötas, dålig service eller vilka externa faktorer som påverkar företaget och hur produktionen skall skötas är kunskap som är komplex och tillhör företagsledningens område. Banken har en avvägning att göra mellan vad banken skall lägga sig i och vad banken inte kan lägga sig i utan att ta över styrelsens funktion.

Att låta företaget ställa upp dessa samband och formulera lånevillkor utifrån dessa samband förbättrar däremot inte objektiviteten i bedömningen enligt banken. Det finns inga metoder för att göra detta objektivt menar banken. Ingen detaljreglering av hur företaget skall skötas sker heller i kreditavtalet. Banken förutsätter dock att den linje som är angiven kommer att hållas. Gör företaget avvikelser som är annat än marginella så blir det en ny diskussion.

Tydligt samband mellan externa faktorer eller företagets handlande och finansiella utveckling finns sällan i praktiken. Den finansiella analysen och den kvalitativa analysen av produkt, marknad och ledning, dvs. alla mjuka faktorer som marknadsandelar och utvecklingen av dessa faktorer, avgör bankens uppfattning om huruvida företaget kan skapa det tänkta framtida kassaflödet. Den kvantitativa analysen, att räkna på resultat, balans och kassaflöde, är ett stöd för den kvalitativa analysen. Den kvantitativa analysen är dock det enda som, enligt banken, ser lite precist ut varför lånevillkoren är lättare att uttrycka i specifika nivåer.

7.3.4 Praxis påverkan på utformning av villkor

En förutsättning för utformningen av en kredit kan också bero på att krediten skall gå att syndikera. För att det skall kunna genomföras så måste avtalet utformas med ett innehåll som internationella banker förväntar sig skall finnas i denna typ av krediter. Villkor, nivåer på villkor och räntan måste vara sådana som krävs och känns igen på internationella marknader, annars kan inte banken syndikera ut delar av krediten. Utformningen av villkoren är därför inte bara beroende av företagets karaktäristika utan även av marknadens krav på hur lån skall utformas menar banken.

I den här typen av högt belånade företagsförvärv med inslag av omstrukturering så skulle utlåning utan lånevillkor inte fungera. Det skulle heller inte bedömas som seriöst av investeraren eller åtminstone inte av de investerare som banken arbetar med. Vidare så är lånevillkor marknadspraxis vilket innebär att en investerare förväntar sig att banken ställer ett antal lånevillkor. Syndikerade lån vore heller inte möjligt om banken beviljar ett lån utan lånevillkor då de andra bankerna med största sannolikhet inte skulle acceptera det. Att låna helt utan lånevillkor där ingen information ges om företagets utveckling är av dessa skäl inte troligt menar banken.

7.4 Lånevillkors funktion

Vid ett av besöken betonades att avtalet med dess villkor i princip inte behövs när företaget går bra utan villkoren fyller sin funktion när det börjar gå dåligt. Villkorens funktion beskrivs generellt med att både banken och företaget skall vara överens om att lånevillkoren utgör en korridor som företaget skall hålla sig inom. Den ena väggen i korridoren är lånevillkoren. Enligt banken så har företaget ett intresse av att se till att företaget inte närmar sig den nivå där lånevillkoren inte kan efterlevas. Den andra väggen i korridoren kan vara exempelvis att företaget tycker sig se en efterfrågan och skulle vilja låna mer pengar och investera i nya maskiner och bygga mer kapacitet. Banken menar att detta är att höja risken i företaget. Och det tillåter inte banken. Korridoren innebär därmed att företaget inte får expandera så mycket att företaget slår i taket eller kan anses rubba en finansiell balans som råder i företaget. Ett exempel ges:

”Företaget menar att det skulle kunna växa snabbare men att den expansionen måste lånefinansieras. Då bryts lånevillkoren om banken har en annan uppfattning om en sund finansiell balans i företaget och företaget inte följer bankens uppfattning”.

Lånevillkoren innebär också att företaget skall följa den affärsplan som finns uppsatt. Företaget kan inte lämna den befintliga branschen och byta bransch. Så länge de är kvar i branschen och håller sig till de lånevillkor som finns och en finansiell balans som stakats ut så är det upp till ledningen att göra vad de vill enligt aktiebolagslagen påpekar en av avdelningarna.

7.4.1 Signal om företagets finansiella utveckling

Företagets förmåga att generera kassaflöde är central och banken menar att det viktiga vid upprättandet av finansiella villkor är att fokusera på det som banken anser vara kritiska faktorer som kan ge banken så tidig signal som möjligt om att kassaflödet inte utvecklas på det sätt som förutsatts när banken initialt bedömt risken i företagets återbetalningsförmåga. Om banken uppfattar att risken ökat i en verksamhet och villkor bryts ger det banken en möjlighet att omförhandla avtalet

Banken anser att villkor i låneavtal i samband med högt belånade företagsförvärv medför att banken har fler möjligheter att gå ur engagemanget jämfört med andra typer av kreditavtal. Avtalen avseende förvärvsfinansiering är transparent och uppbyggt med den ursprungliga prognosen och bankens känslighetsanalyser som grund. I samband med högt belånade företagsförvärv blir företaget noggrant belyst i både bankens och investerarens riskanalys. Banken har därmed större insyn i företaget i jämförelse med andra typer av kreditgivning. Vidare har banken även insyn i företagets löpande bankaffärer vilket bidrar till en ökad kontroll och insyn i vad som händer i företaget. Banken får på det viset fler tidiga signaler om företaget skulle börja gå dåligt.

I en av intervjuerna sägs att företagets uppgift är att i tid informera banken om någonting är på väg att inträffa som medför att lånevillkor inte kommer att kunna efterlevas. Det kan vara negativa saker som att företaget tjänar för lite pengar men också positiva saker som att det går så bra att företaget vill investera mer än som var tänkt. När företaget vill göra något så presenterar företaget sina planer för banken. Är det så att motiven till handlingen verkar rimliga och sunda och inte påverkar bankens risk eller till och med reducerar bankens risk så har inte banken några problem med det. Lånevillkorens funktion är också här att ge banken en möjlighet att påverka situationen så att inte banken är ovetande om saker som kan påverka risken i företaget. I de fall en situation uppstår där parterna har olika uppfattning så är det fråga om förhandlingar mellan banken och företaget. Är det fråga om en investering som banken inte vill finansiera med nya pengar så får ägarna skjuta till eget kapital istället. Det är däremot mycket ovanligt att företaget och banken har helt olika syn på olika alternativ.

Lånevillkoren finns för att banken skall ha kännedom om företagets handlande. Banken förväntar sig dock inte att företaget i första hand skall göra saker som banken inte skulle godkänna. Om företaget skulle göra något som är ett brott mot ett lånevillkor utan att först meddela banken så är det formellt så att banken skulle kunna säga upp lånet. I praktiken blir det fråga om nya förhandlingar. Uppfattar banken handlingen som acceptabel kan banken i efterhand godkänna handlingen. Bankens strävan är att företaget skall känna det naturligt att löpande rapportera vad som händer i företaget och vilka handlingar som vidtages.

7.4.2 Villkorens påverkan på företagets budget

Lånevillkorens funktion är att ge en tidig signal om företagets finansiella utveckling samt fungera som en indirekt styrning av företaget genom exempelvis påverkan på budget som företaget ställer upp och företagets uppfattning om vilka ramar som sätter gränser för företagets finansiella utveckling. Ett exempel på villkorens påverkan på företagets budget ges:

”Ett årsskifte ligger i rapporteringsperioden t.ex. 1998/1999. Så snart budgeten är klar i december 1998 så är företaget medvetna om hurvida de kan uppfylla lånevillkor eller ej. Utformningen av budgeten måste vara så att inga lånevillkor i avtalet bryts.”

Enligt en av de intervjuade sker därmed en viss indirekt styrning av företaget genom lånevillkorens påverkan på utformningen av budget. Lånevillkoren sätts inte så löst att företaget får full rörelsefrihet.

7.4.3 Villkorens funktion att bevara företags ursprunglig struktur

En förvärvskredit är i princip att betrakta som ett blacolån och villkoren är enda skyddet enligt en av avdelningarna. Den enda säkerhet som finns avseende förvärvslån är att företaget finns kvar och att dess rörelse levererar kassaflöde. Annars finns ingen återbetalningsförmåga kvar i företaget. Bankens syfte med de generella villkoren är därför att företaget skall bibehålla den ursprungliga struktur som fanns när banken gjorde sin initiala kreditbedömning. Pengar eller andra tillgångar får inte försvinna ut ur företaget annat än som amorteringar.

Banken är den part som normalt bidrar med huvuddelen av finansieringen vid ett högt belånat företagsförvärv. Det är därför viktigt att banken först blir återbetalad innan någon av investeraren får några pengar. Banken bidrar med en skuldsättning och hävstång på investerarens satsade kapital. Villkoren skall säkra återbetalningen och inte ge spelutrymme för investeraren att skuldsätta sig mer än vad som var ursprungligen tänkt. Villkoren fyller i princip funktionen att, i den utsträckning det är möjligt, låsa investeraren vid prognosen menar banken. Den höga skuldsättningen medför att en snabb återbetalning krävs.

7.4.4 Ökad risk utan villkor

Det framförs att lån helt utan lånevillkor skulle uppfattas som mer riskfyllt då det inte skulle ge möjlighet för banken att agera om något är på väg att gå snett i företaget. Banken skulle därför i en sådan situation uppfatta ett sådant lån som väsentligt mer riskfyllt även om de yttre omständigheterna vore identiska med ett lån där lånevillkor finns. Den viktigaste biten är bankens löpande dialog med företaget och att hålla sig informerad om vad som både sker i företaget och indirekt vad som händer och sker på marknaden. Lånevillkoren medger att banken får insikt i företags förehavanden och vad som sker även om banken inte direkt kan styra företaget. Informationen får banken också från företags ledning genom att träffa dem regelbundet.

Vidare framförs att ur bankens synvinkel så skulle ett lån helt utan lånevillkor innebära att banken inte skulle kunna hålla sig informerad om vilka risker banken tar. Lånevillkorens funktion är att uppdatera banken om hur risken utvecklas och om den ursprungliga affärsplanen (som också den initiala riskbedömningen och kredit-

givningen bygger på) följs av företaget. Om inte några lånevillkor tillämpas så skulle det i princip kunna innebära att företaget dagen efter att krediten beviljats och förvärvet är genomfört säljer av alla sina tillgångar och sätter bolaget i konkurs. S.k. ”name lending” dvs. att banken bara litar på vad investeraren säger och investerarens goda rykte förekommer inte och det var till viss del den typen av utlåning som var orsaken till bankkrisen i början av nittiotalet enligt en av avdelningarna.

7.5 Åtgärder när lånevillkor ej efterlevs

I samband med besöken framkom att banken formellt kan säga upp ett lån om ett lånevillkor inte följs men att det sällan sker i praktiken. Det förekommer dock att lån sägs upp. Banken menar också att när det gäller brutna lånevillkor så är rättstraditionen i Sverige så att så länge en låntagare har gjort rätt för sig och levt upp till åtaganden när det gäller räntor och amorteringar så är det svårt för banken att säga upp lånet. Om banken säger upp lånet, i en situation där ett företag bryter mot lånevillkoren men betalar räntor och amorteringar, så kan investeraren i princip vända sig till rätten och stämma banken och där hävda att de lidit skada till följd av bankens agerande. Enligt banken är därför möjligheterna att i praktiken säga upp avtalet begränsade. I princip sker detta bara då företaget hamnat i obestånd och banken vill komma åt sina panter. Andra händelser som i praktiken kan leda till uppsägning av lån är t.ex. ägarbyte som medför att en annan bank tar över företagets bankengagemang. Det poängteras också att om banken i samband med ägarbyte inte har förtroende för den nya ägaren beroende på exempelvis avsaknad av kompetensen eller att den finansiella styrkan saknas kan banken säga upp lånet och välja att inte fortsätta engagemanget även om företaget hittills ej brutit mot lånevillkor. Om företaget går dåligt är också möjligheter att finna andra finansiärer begränsade. En bank kan därför inte göra sig känd på den begränsade svenska marknaden som en bank som säger upp lån när det går dåligt för företaget, vilket också till viss del förklarar varför lån sällan sägs upp.

7.5.1 Förnyade förhandlingar till följd av brutna villkor

Åtgärder som banken kan vidtaga när villkor ej efterlevs och som nämnts i samband med besöken kan sammanfattas med:

- *diskussion med företaget/investeraren om handlingsplan*
- *godkännande av att villkor ej efterlevs*
- *uppsägning av lån*
- *omförhandling av låneavtal*
- *tätare rapportering*

- *högre ränta*
- *begäran om ytterligare säkerheter*
- *skärpta nivåer i villkor*
- *acceptera ytterligare lån, investeringar, försäljningar o.s.v.*
- *krav på tillskjutande av ytterligare eget kapital*

Banken menar att ett brutet villkor normalt inte innebär att företagets överlevnad är hotad. Klausuler förekommer i låneavtal som innebär att om företaget bryter mot lånevillkor så skall en högre ränta betalas. Det betonas dock att dessa klausuler i praktiken sällan används. Vad banken däremot i realiteten gör när villkor bryts är att banken tar upp förnyade förhandlingar med företaget där parterna diskuterar vilka åtgärder som skall vidtagas i företaget. Samtidigt kan banken kräva en tätare rapportering från företaget för att på det viset snabbare få tillgång till information avseende företagets situation. I de fall företagets miljö orsakar att lånevillkor inte efterlevs och inte företagets beteende så är det att betrakta som den affärsrisk som företaget och banken tagit.

En diskussion mellan banken och företaget innebär att banken får tillgång till ny information vilket medför att banken kan uppdatera sin tidigare bedömning av företagets återbetalningsförmåga. Ny information som banken erhåller när ett villkor bryts innebär inte alltid att banken är mer komfortabel med situationen även om banken vet vad som förorsakat att ett villkor brutits. Det beror på vilken förklaring som ges menar banken

En situation som kan komma att behandlas i en diskussion mellan banken och företaget är exempelvis om företaget vill genomföra investeringar. Risker för alltför riskfyllda investeringar ur bankens synvinkel finns alltid även om den är liten. Banken sätter därför i villkor begränsningar på hur stora investeringar som får ske utan bankens medgivande. Om företaget behöver investera mer än vad villkoren medger måste företaget förklara sina intentioner för banken. Andra exempel är om företaget menar att det genom att vidtaga vissa åtgärder går att åstadkomma högre tillväxt än vad låneavtalet tillåter förs först en diskussion om saken för att eventuellt ändra låneavtalet. Banken och företaget kan i det läget enas om en ny affärsplan som omfattar de åtgärder som skall skapa den ökade tillväxten samt att exempelvis banken skjuter till mer kapital mot att investeraren också gör det. Skulle en överenskommelse inte nås eller banken säger nej till en investering så får investeraren gå till en annan finansiär eller skjuta till hela beloppet själv. Företaget kan dock inte göra det utan att det finns en plan som visar hur bankens kredit först skall lösas.

Det finns exempel på utländska banker som i stor utsträckning beviljar krediter och som fäster väsentligt större avseende vid avtal och lånevillkor än svenska banker. Är

det fråga om ett förvärv i en bransch som är någorlunda normal med ett visst innehåll, stadga och mognad så menar banken att utländska banker i första hand strävar efter att genomföra en transaktion med en viss avtalsstruktur och vissa lånevillkor. Banken menar vidare att utländska banker samtidigt är tuffare i sin hållning avseende efterlevnaden av lånevillkor. Detta kan också till viss del förklaras av en annan rättstradition. Banken menar att bankens syn inte är helt fokuserad på transaktionen och företagets efterlevnad av villkor utan banken vill också åstadkomma en långsiktig relation med företaget vilket medför att banken inte är lika strikt när det gäller företagets efterlevnad av villkor.

7.5.2 Förändrade riskpreferenser när lånevillkor ej efterlevs

Banken menar att det som skiljer en professionell bank från en mindre kompetent bank är den omfattande och grundliga initiala analysen av företagets verksamhet och att banken därigenom bättre kan förstå och analysera bakomliggande orsaker till eventuella problem. Den ökade kunskapen som den initiala analysen ger samt den löpande kontakten med företaget gör att banken har större förståelse för den risk som finns i företaget. Kan man förstå och analysera risken så kan banken lättare acceptera att leva med en ökad risk. Detta kan också då leda till att banken undviker att säga upp ett lån.

I ett läge där lånevillkor inte efterlevs så framförs att det är viktigt att skilja på en situation där räntor och amorteringar betalas och en situation där de inte betalas. Är inte betalningarna hotade, och banken inte ser att företaget snabbt är på väg mot en sådan situation, så kan banken leva med att lånevillkor inte efterlevs. Banken kräver en öppen redogörelse för vad som förorsakat att villkor ej efterlevs och huruvida orsaken ligger i externa faktorer eller interna faktorer eller om något fundamentalt ändrats samt om situationen är temporär eller ej. Talar allt för att det kommer att gå upp igen så kan banken kanske till och med acceptera att bara halva amorteringen betalas. Förutsättningen är att företaget vidtar åtgärder som gör att banken på goda grunder kan tro att företaget inte kommer att hamna i en situation där företaget inte kan betala, utan att utvecklingen kommer att gå åt det bättre. Då har inte banken någon anledning att bekymra sig. Diskussionen kan bli intensiv under sådana förhållanden. Banken kan inte acceptera att företaget inte gör någonting. Företaget måste agera så att det kan nå upp till de uppställda lånevillkoren. Banken säger således inte upp krediterna på en gång så länge det överhuvudtaget finns utsikter för företaget.

En situation där lånevillkor inte kan uppfyllas kan jämföras med bankens initiala analys där lånevillkor ställs upp. Banken menar att i den initiala kreditgivningssituationen, jämfört med en situation där en kredit redan är beviljad, så skulle banken inte gå in i en transaktion om företaget redan från början inte kan uppfylla de låne-

villkor banken ställer. När krediten redan är given så är banken i större utsträckning villig att acceptera att lånevillkor inte följs.

Enligt banken så kan också en ökad tolerans förklaras av att under de två tre första åren, efter att transaktionen genomförts, så är den finansiella risken som störst i och med att lånet inte är amorterat i någon större utsträckning. Efter några år då kanske hälften av lånen är nedamorterade och den finansiella risken därmed är väsentligt reducerad kan banken vara mer tolerant när det gäller nivån på de finansiella lånevillkoren.

Om banken uppfattar ett avsteg från en affärsplan som intressant så är banken inte sena att stödja den. Detta är ett sätt för banken att upprätthålla servicen och vårda kundrelationen för att på det viset eventuellt generera fler affärsmöjligheter för banken. Sådana hänsyn spelar därför också en roll vid bankens agerande vid en till synes ökad risk.

Banken menar dock att det möjligen kan vara så att banken blir mer riskvillig i den efterföljande fasen när krediten är beviljad än vid den initiala kreditgivningsfasen. Det kan finnas ett sådant inslag. Att banken gör en riskbedömning när krediten beviljas men när sedan saker rullar på blir mer flexibel i sin riskbedömning och i större utsträckning kan acceptera att lånevillkor bryts beror enligt banken på i vilken utsträckning risken ökat. Enligt banken kan förklaringen till att banken accepterar ett ökat risktagande vara att banken efter exempelvis två år kan så mycket mer om företaget och det gör att banken blir en bättre kreditbedömare i vissa avseenden.

I en intervju framfördes att om det första eller två första åren kan förutsägas så är det bra. Längre tidsperspektiv är svårt att förutspå. Det tredje året kan världen se ganska annorlunda ut och ibland kan det vara svårt att känna igen sig jämfört med läget bara ett par år tidigare. Uppfattningen är att verkligheten förändras och processen är dynamisk på det viset att lånevillkor som ställs upp inte behöver gälla statiskt utan en löpande diskussion förekommer i takt med att verkligheten förändras.

7.5.3 Bankens förtroende för företaget påverkar riskuppfattningen

En situation som beskrivs är att villkor bryts och mer kapital behövs. Det första som begärs av banken är att investeraren själv går in med mer eget kapital. Om det bara är tillfälliga problem så kan banken även tillskjuta tillfälligt kapital. Resonemanget som förs är att så länge banken har ett fortsatt förtroende för ledningen och investeraren så är de bättre att de äger och driver företaget vidare än att banken säger upp lånet. Har banken däremot tappat förtroendet för investeraren och ledningen och det går dålig så är situationen en annan.

Det påpekades att banken måste se upp med den emotionella faktorn, exempelvis att banken gillar företaget mer och av den anledningen kan bli offer för sin egen

kunskap och tillvänjning till företaget. Banken ser det som den vill se, som den intervjuade uttrycker det. Banken skyddar sig mot den risken genom att se till att löpande återkomma till bankens kreditkommitté. Hemmablindheten skall avslöjas i en sådan process menar den intervjuade. Bankrörelselagen föreskriver att engagemang över en viss storlek skall föredras varje år inför bankens kreditkommitté. Bestämmelser finns som säger att om ett företag inte klarar ett lånevillkor så måste detta rapporteras till kreditkommittén omedelbart. Beroende på situationen så kan hela krediten komma upp för behandling. Kreditkommittén är den som slutgiltigt bestämmer hur en kredit skall hanteras. Om kreditkommittén inte har förtroende för den kreditansvariges sätt att hantera en kredit och sättet på vilken krediten presenteras så byts den ansvarige ut. Banken menar att på det viset säkerställs objektiviteten och situationer undviks där subjektivitet hos den ansvariga kredithandläggaren medför att alltför stora risker tas. Vidare nämndes att en oberoende avdelning varje år gör kreditanalyser avseende de krediter som hanteras av avdelningen.

7.6 Prissättning av krediter

Räntan på förvärvskrediter sätts med utgångspunkt i STIBOR. Marginalen är beroende av hur banken ser på riskerna och relationen mellan lånat och eget kapital. Vidare bedöms företagets framtid. Skillnad görs mellan framtidsscenario där inga större genomgripande förändringar planeras och scenarier som innebär omfattande omstruktureringar med exempelvis fabriksnedläggningar. I det senare fallet betraktas risken som högre vilket kan medföra en högre marginal. Det framhävs att det är svårt att differentiera prissättningen. Marginalerna ligger i ett relativt smalt spann. Skulle risken i företaget bedömas som mycket hög, med en högre marginal som följd, så väljer banken hellre att inte genomföra affären. Marknadspriset på förvärvskrediter sätter en övre gräns för den marginal banken kan ta ut på en kredit. Den nedre gränsen för räntan bestäms till stor del av andra bankers krav vid en eventuell syndikering av krediten.

Konkurrensen om marginalerna är högre i Skandinavien än i exempelvis England. En av de intervjuade anser att de små marginaler som kan förekomma i Sverige till viss del beror på okunskap om riskerna och komplexiteten i denna typ av transaktioner samt till viss del på en överlikviditet i bankmarknaden. Räntan i Sverige på förvärvskrediter uppfattas i dagsläget som för låg. Banken refererar till den mer utvecklade marknaden för förvärvskrediter i London. Där motsvarar ränta LIBOR⁵⁵ med ett pålägg om 2,00-2,50 procentenheter. I Sverige finns ett stort intervall i pålägg på STIBOR⁵⁶ om 0,50-2,25 procentenheter.

⁵⁵ London interbank offered rates. Räntesats till vilken banker i London är beredda att låna ut till andra banker med förstklassig kreditvärdighet. Noteras dagligen för lån i skilda valutor och med olika löptider.

⁵⁶ Stockholm interbank offered rates. Räntesats för lån som svenska storbanker är beredda att bevilja varandra. Räntan noteras för minimibelopp i olika löptider.

7.6.1 Lånevillkorens betydelse vid prissättning av krediter

I intervjuerna framförs att en jämförelse mellan ett lån med och utan lånevillkor och huruvida det medför skillnader i priset blir hypotetisk då banken aldrig skulle låna ut pengar utan någon form av lånevillkor. I en av intervjuerna sägs också att det inte finns något strikt samband mellan de lånevillkor som ställs och den marginal banken kräver. Banken menar att det kanske borde finnas ett sådant samband men i praktiken är det inte så.

Räntan kan däremot sättas så att om en viss nivå på nyckeltal uppnås i företaget så sänker banken marginalen. Resonemanget som förs i de fallen är att risken i företaget uppfattas som lägre varför banken är beredd att sänka marginalen. En tänkbar åtgärd när ett villkor bryts är att banken kräver en högre ränta. Det beror på hur allvarlig banken bedömer att situationen är. Inga fall nämndes vid besöken där räntan höjs som följd av att lånevillkor bryts. Omvänt menar banken att om företaget går bra så kommer investeraren att kräva en lägre ränta eftersom den finansiella risken minskat i företaget. Företaget kan i det läget hitta en annan finansiär och investeraren har då en bra förhandlingsposition gentemot banken. I avtalet sätts därför nivåer på räntan efter utfallet mot de finansiella villkoren. Då belåningsgraden minskar får företaget en lägre ränta.

Det framförs också att tillgången och efterfrågan på krediter kan påverka förekomsten av lånevillkor i syndikerade krediter som stora börsbolag tar upp. Banken ger exemplet att i början av nittioåret, och så sent som år 1994, så kunde det ges ut syndikerade lån men lånevillkoren, restriktionerna, var hårda. Sedan, år 1995, efter stora vinster så kunde företaget gå tillbaka till samma marknad och halvera marginalen och samtidigt få bort hälften av lånevillkoren. År 1996 gick de till marknaden, igen halverade marginalerna ytterligare en gång och tog bort resten av lånevillkoren. Då var marginalen en bråkdel av den ursprungliga marginalen och det fanns inga restriktioner i låneavtalet mer än att räntor och amorteringar skulle betalas i tid. Hela utformningen av skyddsstrukturen som lånevillkoren utgör före en betalningsinställelse var helt och hållet beroende av efterfrågan och tillgången på pengar.

Banken menar vidare att det idag är lättare att hitta finansiering i form av mezzanine-finansiering än banklån till stora transaktioner. I bankerna sätts ett visst antal miljarder av till krediter för förvärvsändamål och när denna volym är förbrukad så är denna typ av finansiering svår att hitta för investerare. När antalet transaktioner fortsätter vara hög så finns det mezzanine-fonder som står till förfogande med pengar och då vänder sig investeraren dit istället. Att det däremot skulle bli så oerhört lätt att låna pengar till denna typ av transaktioner så att lånevillkor helt skulle försvinna har banken mycket svårt att tro. Ett sådant lån skulle heller inte accepteras av bankens kreditkommitté även om en betydligt högre räntemarginal skulle tillämpas.

DEL IV. ANALYS OCH SLUTSATSER

8 SAMMANFATTANDE ANALYS OCH SLUTSATSER

Kapitlet sammanför den teoretiska referensramen i avhandlingens del II och resultatet av intervjuerna i avhandlingens del III i syfte att analysera vilka typer av villkor som förekommer i samband med högt belånade företagsförvärv samt lånevillkorens funktion och utformning. Kapitlet avslutas med att bankens villkor i uppdragsrelationen bank-företag åskådliggörs i den modell över uppdragsrelationen som används i tidigare kapitel.

8.1 Typer av lånevillkor

Villkor som nämndes i samband med besöken kan delas in i de kategorier som sammanställs i stycke 6.2.1: redovisningsbaserade-, förtroendeskapande-, finansierings-, utdelnings- och produktions/investeringsvillkor samt villkor specifika för högt belånade företagsförvärv. Sammanställningen baseras på amerikanska och engelska undersökningar (Smith & Warner, 1979, Malitz, 1994, Citron, 1992a, och Citron, Robbie & Wright, 1997). Samtliga villkor som tillämpas av de svenska specialavdelningarna är sådana som beskrivs i sammanställningen vilket kan tyda på att influenser från dessa länder har betydelse för vilka villkor som inkluderas i avtal som utformas i Sverige. Ett villkor, allmän informationsplikt, tillämpas av de svenska bankerna men återfinns inte i sammanställningen i Tabell 6-1. Vid besöken på avdelningarna nämndes också att en viss standardisering av villkor förekommer och att syndikering av krediter, där både svenska och utländska banker deltar, är en av orsakerna till denna standardisering.

8.1.1 Villkor och förutsättningar för olika styrprinciper

Resultatbaserade villkor betraktas här som villkor som innebär krav på företaget att upprätthålla vissa nivåer på nyckeltal baserade på företagets finansiella redovisning. Vid besöken framkom att de resultatbaserade villkor som används vid avdelningarna, se Tabell 8-1 nedan, alla utgörs av kvoter där antingen företagets nettoskuld relateras till ett rörelseresultat eller ett rörelseresultat relateras till amorteringar och/eller räntor samt av kassaflödesmått relaterade till amorteringar och räntor. Vidare används ett krav på minimum eget kapital. Alla resultatbaserade villkor har således en direkt eller indirekt anknytning till företagets skuldsättning eller räntor och amorteringar vilket visar att de resultatbaserade villkoren i första hand ger information om företagets resultatutveckling i relation till skuldsättningen dvs. företagets återbetalningsförmåga snarare än företagets resultatutveckling. Resultatbaserade villkor kan betraktas som en transformation av ett mått på företagets resultat till att bli ett mått på företagets återbetalningsförmåga. I samband med besöken framkom också att en bedömning av företagets återbetalningsförmåga är en väsentlig del av bankens kredithantering.

Resultatbaserade villkor innebär dock att det är svårt att avgöra huruvida återbetalningsförmågan påverkats till följd av företagets beteende eller andra externa faktorer som företaget inte direkt kan påverka. Därför fångar resultatbaserad övervakning upp både effekter av företagets beteende och externa faktorerers påverkan på företagets återbetalningsförmåga.

Beteendebaserade villkor betraktas här som alla övriga villkor som inte baseras på företagets finansiella redovisning och avser villkor som på något sätt reglerar eller begränsar företagets beteende. Vid besöken framkom att denna typ av villkor är något fler än de resultatbaserade villkoren, se Tabell 8-1 nedan. Villkoren omfattar krav på rapportering, restriktioner avseende företagets finansiering, utdelning och investeringar och försäljningar samt optioner på ytterligare panter och säkerheter.

8.1.2 Proaktiva respektive reaktiva villkor

I stycke 6.1 diskuterades en generell definition av begreppet styrning där bland annat styrning karaktäriserades som proaktiv eller reaktiv. Reaktiv styrning innebär att en avvikelse först uppstår och att åtgärder sedan vidtages. Proaktiv styrning innebär att en avvikelse förutsägs och att åtgärder vidtages för att förhindra att avvikelsen uppstår. Proaktiv styrning skulle därmed vara mer effektiv då en avvikelse aldrig uppstår.

Vid besöken beskrevs bland annat skillnaden mellan resultatbaserade villkor och beteendebaserade villkor på så sätt att resultatbaserade villkor ger information om att något inträffat medan beteendebaserade villkor mer har karaktär av att ge banken en möjlighet att agera innan något inträffar. Villkoren kan därför indelas efter karaktär av att vara proaktiva eller reaktiva. Resultatbaserade villkor kan därmed betraktas som reaktiva och beteendebaserade som proaktiva. En del beteendebaserade villkor kan även betraktas som reaktiva. Villkor i kategorin förtroendeskapande villkor omfattar krav på företaget om att förse banken med finansiell rapportering av olika slag. Finansiell information är till stor del historisk information och den information på vilken de resultatbaserade villkoren grundas. Vidare innebär de förtroendeskapande villkoren krav på företaget att lämna löpande garantier om att inga villkor brutits samt en rapporteringsplikt om villkor ej kan efterlevas. Av de anledningarna kan en del av de beteendebaserade villkoren betraktas som reaktiva snarare än proaktiva. Finansiell rapportering kan dock innehålla prognoser samt krav på allmän informationsplikt om förhandsinformation avseende viktigare händelser. Förtroendeskapande villkor här därför inslag av proaktivitet. Tabell 8-1 nedan sammanfattar de villkor bankerna uppger att de använder indelade efter typerna, kategori, styrprincip och karaktär.

Tabell 8-1. Lånevillkor efter kategori, styrprincip och karaktär

Kategori	Lånevillkor	Styrprincip	Karaktär
Redovisningsbaserade	Skuldtjänstkot EBITDA/finansnetto EBIT + ränteintäkter/räntekostnad EBITA / räntor Nettoskuld/EBITDA Nettoskuld/EBITA Minimum eget kapital	Resultat	Reaktiv
Förtroendeskapande	Finansiell rapportering Bekräftelse om villkors uppfyllnad Upplyningsplikt om villkor bryts Allmän informationsplikt Miljölagar och andra lagar	Beteende	Reaktiv/ Proaktiv
Finansiering	Nya lån Prioritet på lån Korsvis uppsägningsrätt	Beteende	Proaktiv
Utdelning	Utdelning	Beteende	Proaktiv
Produktion/Investering	Försäljning av tillgångar Option på ytterligare panter och säkerheter Investeringar Förvärv och fusioner	Beteende	Proaktiv
Specifikt för högt belånade företagsförvärv	Överföring av bankengagemang Ägarförhållanden	Beteende	Proaktiv

8.1.3 Bankens initiala analys och användning av olika typer av villkor

Det villkor som tas upp i samband med besöken, se Tabell 8-1 ovan, men som inte nämndes i sammanställningen i Tabell 6-1 är krav på allmän informationsplikt som innebär ett krav på företaget att rapportera om större och viktiga händelser i företaget som inte direkt omfattas av något villkor. Villkor som finns med i sammanställningen i Tabell 6-1, men som inte nämndes vid besöken, är:

1. *vissa redovisningsbaserade villkor såsom krav på ett visst rörelsekapital, krav på marginaler, kapitalomsättningshastighet, kassalikviditet, balanslikviditet och åldersstruktur på fordringar samt skuldsättningsgrad*
2. *vissa förtroendeskapande villkor såsom specifikationer avseende redovisningsprinciper, krav på försäkringar och villkor avseende eventuella skatteskulder*
3. *finansieringsvillkor avseende sale and lease-back samt*
4. *vissa villkor specifika för högt belånade företagsförvärv avseende ersättningar till företagets ledning och policy avseende nyckelpersoner i företaget.*

Avsaknaden av villkor i kategorierna redovisningsbaserade villkor (1) och förtroendeskapande villkor (2) kan vara en följd av bankens initiala analys av företaget som omfattar de studier som investeraren genomför innan ett förvärv dvs. finansiella genomgångar av företaget, legala genomgångar, marknadsstudier, miljöstudier, försäkringsstudier samt pensionsstudier. Finansiella studier omfattar analyser av marginaler, rörelsekapital, kapitalomsättningshastigheter, likviditetsanalyser, analyser av åldersstruktur på fordringar, redovisningsprinciper och eventuella skatteskulder. Vidare kan sägas att de redovisningsbaserade villkor som förekommer indirekt medför krav på marginaler och kapitalomsättningshastighet vilket möjligen kan förklara varför mer detaljerade villkor avseende marginaler och kapitalomsättningshastighet inte anses nödvändiga. Redovisningsbaserade villkor som förekommer kan också sägas indirekt ställa krav på rörelsekapital, likviditet och åldersstruktur på fordringar. Legalastudier och pensionsstudier omfattar efterlevnad av miljölagar, andra lagar och förekomsten av olika former av försäkringar. Dessa studier initieras av investeraren och är ett uttryck för investerarens informationsbehov och riskbedömning.

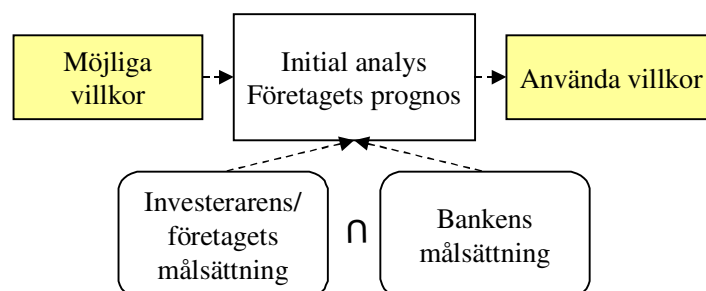
Om banken anser att investerarens målsättning avseende dessa aspekter av företaget överensstämmer med bankens så kan det förklara varför banken utelämnar villkor kopplade till dessa aspekter. Banken har inget behov av att övervaka och styra dessa aspekter via villkor då investeraren/företaget självt ändå strävar åt samma håll som banken. Samma resonemang kan föras avseende villkor specifika för högt belånade företagsförvärv (4) och ersättningar till företagsledningen och policy avseende nyckelpersoner. Villkor avseende ägarförhållande som används av banken innebär dock vissa krav på nyckelpersoner som också är ägare i företaget. Avsaknaden av vissa finansieringsvillkor (3) kan ha sin orsak i att banken ställer som krav att inga andra finansiärer får låna ut pengar till företaget utan bankens godkännande. Villkor avseende sale lease-back är därmed inte nödvändiga. Avsaknaden av villkor avseende skuldsättningsgrad (1) kan också vara en följd av att banken inte tillåter andra finansiärer varför ett sådant villkor ej fyller någon funktion. Det påpekades också i samband med ett av besöken att villkor avseende skuldsättningsgrad tidigare tillämpades men att banken gått ifrån det då goodwill ibland kan skrivas av direkt mot det egna kapitalet vilket gör skuldsättningsgrad mindre lämpligt som nyckeltal i de resultatbaserade villkoren.⁵⁷

Det bör också påpekas att avhandlingen inte omfattar en detaljerad studie av lånedokument vilket kan innebära att vissa villkor, som förekommer i låneavtal, inte nämndes i samband med intervjuerna. Resonemanget, att den initiala analysen som utförs av investeraren och parternas gemensamma målsättning påverkar användan-

⁵⁷ I Sverige skall goodwill skrivas av över resultaträkningen. Utomland kan det förekomma att goodwill skrivs av direkt mot eget kapital.

det av villkor, kan utökas till att omfatta en generell bild av bankens urval av typer av villkor, Figur 8-1.

Figur 8-1. Bankens urval av villkor och parternas initiala analys och målsättning



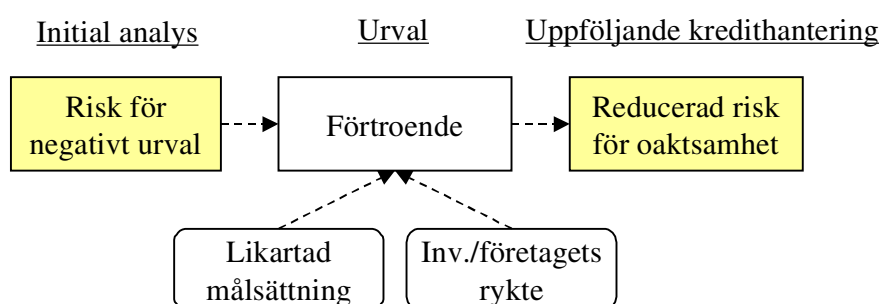
I intervjuerna framgick att bankens uppfattning är att bankens och investerarens/företagets målsättning till viss del sammanfaller. Banken vill ha säker avkastning på krediten och investeraren/företagets strävar efter att få så stor avkastning som möjligt på det satsade kapitalet genom en försäljning eller notering av företaget.

Företagets prognos är utgångspunkten för bankens urval av villkor och nivåer på de resultatbaserade villkoren. Bankens analys av prognosen och förutsättningarna och realismen i prognosen ligger sedan till grund för det mer detaljerade fastställandet av nivåer. I viss mån är också de beteendebaserade villkoren, som exempelvis restriktioner avseende investeringar och försäljningar, baserade på prognosen och bankens initiala analys. Vid besöken framkom att bankerna inte använder en standardiserad uppsättning villkor utan att villkoren till viss del påverkas av det enskilda företaget. Av de olika typer av möjliga villkor som banken kan använda väljs de villkor som i första hand avser sådana förhållande där banken och företagets uppfattningar kan skilja sig åt. Villkor som avser förhållanden där banken och företaget har samma målsättning eller där andra krav från banken är tillräckliga används därför inte. Ett sådant generellt påstående stämmer även överens med uppgifter från besöken att bankens urval av kunder är viktigt och att endast kända och väletablerade kunder väljs. Kunder som har en lång och gedigen erfarenhet av företagsförvärv. Banken anser att ett sådant val garanterar att risktagandet i företaget blir på en nivå som banken kan acceptera. Vidare påpekades att investerare som tar för stora risker i företaget samtidigt försvårar möjligheten att få framtida krediter vilket banken uppfattar som ytterligare en försäkran om att risktagandet i företaget inte blir för högt ur bankens perspektiv. Urvalet av sådana kunder garanterar att vissa av bankens och företagets målsättningar stämmer överens vilket medför ett minskat behov av vissa mer detaljerade villkor.

Skillnader föreligger när det gäller parternas initiala informationsinsamling och analys av företaget. Banken fokuserar på vad som eventuellt kan gå snett medan investeraren fokuserar på företagets potential. På sätt och vis kan parternas analyser

sägas komplettera varandra. Analyser som genomförs av investerarna kommer också banken till godo. Analyser som banken inte genomför själva och som ofta är omfattande i samband med högt belånade företagsförvärv. I intervjuerna framkom dock att det uppfattas som viktigt att banken genomför egna självständiga analyser av företaget och inte helt förlitar sig på motparten.

Figur 8-2. Förtroende och rykte minskar risken för oaktsamhet



Parternas likartade målsättning kan betraktas som en bidragande orsak till det förtroende banken har för företaget. Vid besöken betonades även att investerarnas/företagets goda rykte är en förklaring till varför banken uppfattar risken som lägre. Investeraren/företaget kan inte bete sig på ett sätt som banken inte accepterar då det skulle medföra svårigheter att erhålla framtida krediter. Förtroende mellan parterna och investerarens goda rykte är också sådant som anses minska bankens behov av övervakning och styrning av företaget (Diamond, 1991, Frey, 1993), se Figur 8-2. Argumentet är att risk, förknippad med att lita på någon dvs. förtroende, är en acceptabel kostnad för möjligheten till framtida framgångsrikt samarbete och att förtroende medför lägre uppfattad risk (McLain & Hackman, 1999).

En sådan syn står dock i kontrast till uppfattningen att privata lån såsom banklån bör ha mer strikta och detaljerad villkor än publika lån såsom obligationer (Smith & Warner, 1993, Kahan & Tuckman, 1993). Orsaken till det är att färre långivare medför enklare och mindre kostsamma omförhandlingar om villkor inte efterlevs. En annan förklaring till att färre antal villkor används av specialavdelningarna än som tas upp i kapitel 6.2.1 är att de svenska specialavdelningarna fortfarande är relativt unga jämfört med utländska motsvarigheter och av den anledningen inte har utvecklat användandet av villkor i samma utsträckning. Ett sådant argument stöds delvis av att det under besöken nämnts att utländska banker i större utsträckning än de svenska bankerna fokuserar på utformningen av villkor och företagets efterlevnad av villkor. Samtidigt framförs vid besöken att bankens syn inte är helt fokuserad på transaktionen och företagets efterlevnad av villkor utan banken vill också åstadkomma en långsiktig relation med företaget. Banken är därför inte lika strikt när det gäller företagets efterlevnad av villkor vilket också kan vara en tänkbar orsak till att inte villkor används i samma omfattning som förekommer utomlands.

Vid besöken framgick att bankens initiala analys och urval av företag/investerare syftar till att försäkra sig om företagets återbetalningsförmåga och risken för oaktsamhet. Malitz (1994) menar också att ett företags rykte och historia avseende hantering av tidigare krediter avgör behovet av restriktiva villkor. Bankens initiala analys kan därför sägas omfatta inte bara en analys av risken för negativt urval utan också risken för oaktsamt beteende. Risken för negativt urval kan därmed sägas omfatta risken för framtida oaktsamt beteende.

8.2 Drivkrafter för övervakning och styrning av företaget

I intervjuerna framgick att en bank inte kan tänka sig att låna ut pengar utan några som helst lånevillkor. Två drivkrafter vilka medför att banken strävar efter att övervaka och styra företaget kan identifieras i uppdragsrelationen: bankens beroende och asymmetrisk information.

8.2.1 Drivkraft ett: bankens beroende

Bankens målsättning är att erhålla en säker avkastning på den beviljade krediten. Företagets verksamhetskunskap och verksamhetskapacitet genererar det resultat som banken är beroende av för att få avkastning på den kredit som beviljats. Relationen med företaget är en resurs som banken behöver för att uppnå sin målsättning om en säker och hög avkastning. Banken besitter inte själv den kunskapen eller produktionskapaciteten. I intervjuerna framkom även att bankens målsättning med kreditgivning av denna typ är att skaffa nya företag som bankkunder på en konkurrensutsatt marknad. Att bevilja en förvärvskredit ger möjlighet att få en ny kund. Det betonas att bankerna mer eller mindre ställer som krav att överta företagets hela bankengagemang och på det viset tjäna pengar på de dagliga flödena i företaget. Bankens beroende av företaget i kombination med att banken uppfattar en osäkerhet om förväntad framtida avkastning leder till att banken strävar efter att övervaka och styra relationen.

Bankens beteende blir att utforma villkor i låneavtal och på det viset försäkra sig om tillgång till den verksamhetskunskap och verksamhetskapacitet som ger avkastning på krediten samt försäkra sig om tillgång till företagets efterfrågan på övriga banktjänster.

8.2.2 Drivkraft två: asymmetrisk information

Av intervjuerna framgick att banken inte uppfattar att företaget medvetet undanhåller information. Samtidigt påpekades att om företaget har en dålig utveckling så kan banken inte ta för givet att företagets framställning av situationen är helt neutral. De positiva delarna av ett skeende eller händelse kanske framhävs medan de negativa sidorna inte betonas. Det framkom också att även om parterna har tillgång till samma information så betraktas alltid en bedömning av en situation som sub-

ektiv vilket medför att olika slutsatser kan dras baserad på samma information. Asymmetrisk information medför att parterna skapar sig en bild av företaget som skiljer sig åt vilket också leder till olika riskuppfattning. Banken strävar efter att reducera den uppfattade risken i uppdragsrelationen genom att formulera ett antal villkor i låneavtal. I intervjuerna framgick att banken utgår ifrån att all information som investeraren besitter finns tillgänglig för banken. Samtidigt påpekades det att banken inte alltid uppfattar att parterna fullt ut har samma målsättning vilket kan leda till riskuppfattningen kan skilja sig åt.

Ur ett agentteoretiskt perspektiv medför ett antagande om att banken och företaget delvis har olika målsättningar och information, en strävan hos banken att verifiera på vilket sätt företaget väljer att utföra uppdraget och vilket resultat företaget uppnår. Banken utövar därför en övervakning och styrning av företags beteende och företags resultat för att få tillgång till den information banken anser sig behöva. Övervakningen reducerar den asymmetriska informationen på så sätt att banken inhämtar viss information för sin bedömning av hur företags resultat och beteende utvecklas.

8.3 Lånevillkors funktion

Förutsättningarna för att styrning med en cybernetisk definition skall kunna sägas existera är:

- *en målsättning som är önskvärd*
- *medel att mäta utfall som sammanfaller med målsättningen*
- *förmågan att förutsäga effekten av potentiella styråtgärder*
- *förmågan att kunna agera för att reducera avvikelser från målsättningen.*

8.3.1 Existens av en målsättning

Den första förutsättningen är att en önskvärd målsättning finns. I bankens fall kan det konstateras att en målsättnings finns som innebär att banken strävar efter en säker avkastning på krediten samt en långsiktig relation med företaget.

8.3.2 Möjlighet att mäta utfall

Bankens möjlighet att mäta resultatet i företaget kan betraktas som varande lika bra som företags egen uppföljning av resultatet eftersom den baseras på rapporter från företags egen interna redovisning kompletterad med officiella rapporter i form av årsredovisningar. Möjligheten att mäta utfall som sammanfaller med målsättningen avser dock bankens förmåga att mäta företags kreditvärdighet.

När det gäller de resultatbaserade lånevillkoren så är bankens avsikt att dessa skall ge signaler om att företaget befinner sig i en sådan situation som kan innebära en ökad risk ur bankens perspektiv, dvs. att företagets återbetalningsförmåga försämras. Lånevillkoren i sig och det faktum att nivåerna inte upprätthålls av företaget kan dock inte direkt avslöja huruvida bankens primära målsättning om att företag skall kunna fortsätta betala räntor och amorteringar upprätthålls.

Utformningen av resultatbaserade villkor har betydelse för dess förmåga att förutsäga en försämrad återbetalningsförmåga. Beneish & Press (1995b)⁵⁸ visar i en kvantitativ undersökning att samband finns mellan en överträdelse av redovisningsbaserade villkor och inställning av betalning och konkurs. Överträdelse av resultatbaserade villkor ökar sannolikheten för inställda betalningar och inställda betalningar ökar sannolikheten för konkurs. Samtidigt påvisar Beneish & Press (1995b) i sin undersökning att inställda betalningar och konkurs kan inträffa utan att resultatbaserade villkor först bryts och menar att denna oförmåga att förvarna om inställning av betalning och konkurs inte beror på att villkoren är för milda utan att resultatbaserade villkor inte alltid kan förutsäga finansiella problem. Citron, Robbie & Wright (1997) poängterar att uppfattningen bland specialiserade avdelningar är att resultatbaserade villkor (redovisningsbaserade villkor) dels fungerar som en signal om företagets finansiella utveckling dels fungerar som en katalysator och tvinga företaget att rikta uppmärksamheten på problem som de annars inte är benägna att se.

Företagets finansiella utveckling påverkas i mycket stor utsträckning av faktorer i företagets omgivning som inte företaget (eller banken) kan påverka. Förändringar i konjunkturen, ränteutveckling, teknisk utveckling är bara några exempel på faktorer i företagets omgivning som påverkar företaget. Resultatbaserade villkor fångar upp påverkan på företagets finansiella utveckling som beror på företagets omgivning och inte bara företagets beteende. De beteendebaserade villkoren är mer direkt avsedda att påverka företagets beteende och kan därför betraktas som ett komplement till de resultatbaserade villkoren. De beteendebaserade villkoren ger banken och företaget möjlighet att tillsammans utarbeta åtgärder som företaget måste vidta för att möta förändringar i omgivningen. Bankens förmåga att mäta företagets beteende följer av de förtroendeskapande villkor som banken ställer på företaget avseende rapportering av företagets efterlevnad av villkor och krav på allmän informationsplikt. Även bankens löpande engagemang ger banken information om företagets beteende.

När resultatbaserade lånevillkor bryts kräver banken en diskussion med företaget. Diskussioner är också följden av att restriktioner i beteendebaserade villkor överskrids eller kan komma att överskridas till följd av företagets beteende. Som fram-

⁵⁸ Beneish & Press (1995b) omfattar 134 amerikanska företag som i årsredovisning rapporterat att villkor brutits under åren 1983-1987.

gick av intervjuerna begär banken, i samband med sådana diskussioner, ytterligare information om situationen och företagets åtgärder. Banken ges möjlighet att bedöma kreditvärdigheten i företaget. Varken resultatbaserade eller beteendebaserade villkor anses därför innehålla tillräcklig information för att mäta företagets återbetalningsförmåga. Genom att inkludera både resultatbaserade och beteendebaserade villkor har banken en mer komplett möjlighet att skapa sig en uppfattning om företagets återbetalningsförmåga än om bara en typ av villkor skulle användas.

8.3.3 Förmågan att förutsäga effekten av potentiella styråtgärder

Förmåga att förutsäga effekten av potentiella styråtgärder är den tredje förutsättningen för att styrning skall kunna sägas föreligga. Som framgick av intervjuerna är utformningen av lånevillkor en följd av den initiala analysen av företaget och den affärsplan och prognoser som företaget presenterar. I intervjuerna framkom också att banken utgår från att företaget strävar efter att följa den affärsplan som presenterats. Förmåga att förutse effekten av styråtgärder är också av betydelse för vilken princip lånevillkoren utformas efter, dvs. resultatbaserade eller beteendebaserade lånevillkor.

Banken erhåller en fast del av företagets resultat (kassaflöde) i form av ränta (som varierar med STIBOR) och amorteringar medan företaget behåller resterande del. Företagets del av resultatet är hela den del som överstiger ersättningen till banken i form av ränta och amorteringar. Företaget har därmed ett stort incitament att agera på ett sådant sätt att resultatet blir så stort som möjligt. På det viset kan banken förvänta sig att företaget agerar på ett sådant sätt att även banken gynnas.

Beteendebaserad styrning förutsätter att sambandet mellan ett beteende och resultatet av ett sådant beteende är känt. Vid besöken framgick att banken inte har för avsikt att styra företagets beteende på detaljerad nivå annat än att affärsplanen skall följas. Detaljerade instruktioner skulle också vara mycket svåra att följa upp. Investeraren/företaget motsätter sig också restriktioner som banken inte kan motivera. Här följer också att banken inte kan ställa upp lånevillkor som på något sätt reglerar företagets beteende mer i detalj. Banken har heller inte den formella makten att göra detta då de inte är en del av företagets ägare.

Tydligt samband mellan externa faktorer eller företagets handlande och finansiella utveckling finns sällan i praktiken menar banken. Kunskap om hur företaget genererar intäkter och vilken betydelse företagets beteende i olika sammanhang har är komplext och tillhör företagsledningens område. Att överlåta framställningen av ett sådant samband till företaget, som utgångspunkt för de beteendebaserade villkoren, förbättrar dock inte objektiviteten enligt banken. Bankens generella kännedom om transformationsprocessen kan därmed sägas vara låg, dvs. bankens kännedom om hur företaget skall bedriva den löpande förvaltningen av företaget är låg. Vissa

samband kan dock banken se när det gäller beteende och en ökad risk ur bankens perspektiv. Det gäller större strategiska beslut som investeringar och avyttringar, köp och försäljning av divisioner och bolag, utdelning, säkerheter samt upptagande av nya lån. I de fallen ställs lånevillkor som innebär att företaget ej får genomföra sådana aktiviteter utan bankens godkännande. Lånevillkoren utformas dock inte på det viset att de utgör instruktioner om hur dessa saker skall hanteras. Beteendebaserade villkor kan sägas spegla bankens kännedom om vilka beteende som har samband med resultatet i företaget. Den låga graden av detaljering i villkoren följer av svårigheterna att hitta sådana detaljerade samband samt bankens förutsättningar och vilja att faktiskt detaljreglera företagets verksamhet.

Resonemanget ovan avseende bankens förmåga att mäta företagets återbetalningsförmåga och förmåga att förutsäga effekten av åtgärder som vidtas visar på en osäkerhet som finns dels på tillstånd i företagets omgivning som påverkar företaget, men som varken banken eller företaget kan påverka, dels på osäkerheten av effekterna av eventuella åtgärder samt skillnaden i parternas uppfattning om risk och lämpliga åtgärder. Osäkerheterna som råder är också det som kännetecknar ett agentteoretiskt perspektiv på styrning. Eisenhardt (1985) menar att just skillnader i uppfattningen av vilka åtgärder som skall vidtagas, tillgången av information och osäkerhet i effekter av åtgärder är sådant som kännetecknar styrning i en uppdragsrelation vilket också tydligt framgick av besöken vid de specialiserade avdelningarna.

8.3.4 Förmågan att kunna agera för att reducera avvikelser från målsättningen

Förmåga att kunna agera för att reducera avvikelser från målsättningen är den sista förutsättningen för att styrning skall kunna sägas existera. Lånevillkoren ger banken en möjlighet att agera. I intervjuerna framgick att banken ser lånevillkoren som ett medel att tidigt upptäcka förändringar i företagets situation vilket medför att banken ställer ytterligare krav på information om situationen. Visserligen så menar banken att lånevillkoren till viss del kan ha en indirekt styrande effekt på företaget genom påverkan på exempelvis budget men en direkt styrning sker inte då banken inte lägger sig i den löpande driften av företaget. I intervjuerna framgick dock tydligt att den åtgärd som normalt vidtages när lånevillkor bryts i princip alltid är att banken begär in ytterligare information om situationen. Insamlandet av ny information och de diskussioner som förs är att betrakta som att banken gör en ny riskbedömning av företaget. Företagets åtgärder för att komma till rätta med problem och villkorens begränsningar avseende exempelvis investeringar, försäljningar och finansiering diskuteras. Låneavtalet kan förändras om företaget menar att det med vissa åtgärder går att åstadkomma högre tillväxt än vad befintliga villkor tillåter. Banken och företaget kan enas om en ny affärsplan som omfattar de åtgärder som skall skapa den ökade tillväxten. Åtgärder som vidtages är därmed ett resultat av

diskussioner mellan parterna snarare än att banken ger instruktioner åt företaget. I de fall parterna inte kommer överens om de åtgärder som måste vidtagas så är alternativet att de skiljer på sig, dvs. lånet återbetalas. I praktiken tycks detta inte ske ofta utan banken accepterar, efter diskussion, de planer företaget presenterar. Att säga upp lånet är samma sak som att eliminera beroendet av företaget. Ingen styrning i egentlig mening har utövats. Snarare är det alternativet ett sätt att undvika en situation där styrning är nödvändig. Detta agerande är dock ovanligt av flera skäl:

- *förutsättningarna att säga upp lån trots att räntor och amorteringar betalas är små,*
- *banken ser hellre att företaget fortsätter sin verksamhet då värdet av företaget generellt sett är högre med företaget som en "going concern",*
- *bankens målsättning om att ha en långsiktig relation med företaget står i konflikt med en förtida uppsägning av lånet,*
- *banken accepterar en högre risk i och med att en kredit är beviljad jämfört med situationen innan en kredit beviljas. Ökad kunskap om företaget och förståelse för riskerna är skäl som anges för den ökade risk acceptansen,*
- *storleken på den svenska marknaden är sådan att en bank inte kan säga upp krediter utan att förlora möjligheten till framtida affärer.*

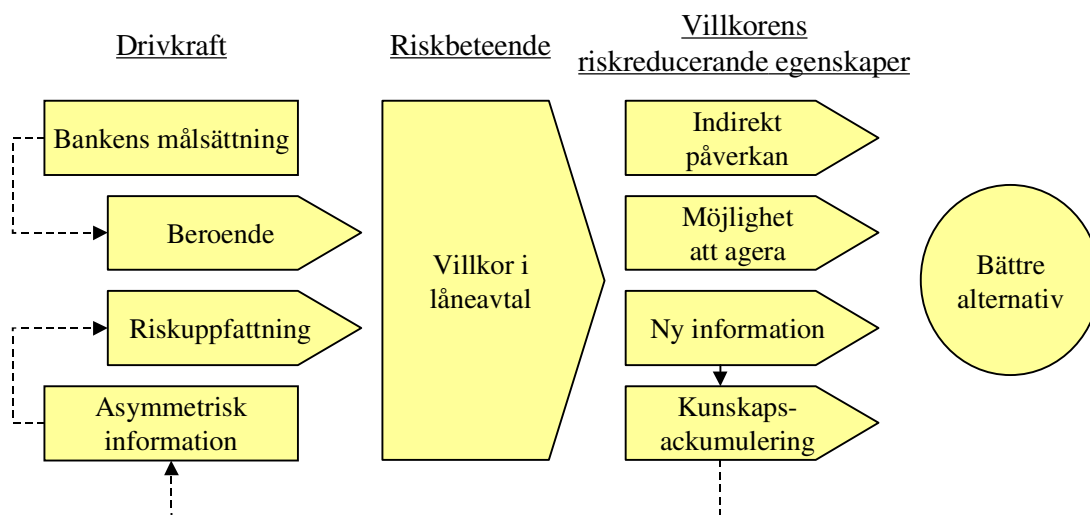
Sammantaget ges en bild av att bankens förutsättningar för styrning av företaget inte kan sägas uppfylla de krav som ställs på en cybernetisk styrning. Styrningen i form av villkor sker primärt genom de gemensamma diskussioner som sker mellan parterna när villkor ej efterlevs eller när restriktioner i villkor leder till sådana diskussioner.

8.3.5 Ackumulerad verksamhetskunskap

Bankens förutsättningar för att övervaka och styra företaget genom de lånevillkor som ställs begränsas således av de förutsättningar som finns för banken att utöva denna styrning. En viktig aspekt av lånevillkorens funktion är dock den möjlighet till löpande informationsinsamling som lånevillkoren ger upphov till. I intervjuerna framkom det att banken anser att riskbedömningen påverkas av i vilken utsträckning banken förstår företaget. Att lånevillkor bryts och att detta accepteras av bankerna i större utsträckning jämfört med den initiala situation då lånevillkoren ställs upp förklarar de intervjuade delvis med att kunskapen och förståelsen för företaget och riskerna efter ett tag är större och att banken därmed inte uppfattar risken med ett brutet lånevillkor som lika stort. När lånevillkor bryts eller ger upphov till en diskussion så är det ett sätt för banken att insamla och bedöma den nya situationen och på det viset löpande förändra sin bedömning av riskerna i företaget och krediten. I en situation med asymmetrisk information innebär lånevillkoren att denna asymmetri inte blir alltför stor.

Figur 8-3 ger en bild av drivkrafterna till att banken ställer upp lånevillkoreavtal samt lånevillkorens riskreducerande egenskaper i uppdragsrelationen bank – företag.

Figur 8-3. Lånevillkorens drivkrafter och riskreducerande egenskaper



8.4 Utformning av lånevillkor

Förutsättningarna för att styra företaget uppfyller således inte fullt ut de krav som kan ställas för att strikt styrning skall anses föreligga. Banken lånar ändå ut anse- nliga belopp i samband med förvärvsfinansiering. Drivkrafterna för att initiera över- vakning och styrning finns oavsett om förutsättningarna för styrning finns. I analy- sen av utformningen av lånevillkoren måste därför också hänsyn tagas till ytterligare aspekter som gör förvärvsfinansiering speciell för att bättre förstå lånevillkorens roll i styrningen av företaget. Utformningen av de lånevillkor banken ställer upp påver- kas av ett antal komponenter som kan sägas kompensera för villkorens förmåga att styra företaget ur ett strikt cybernetiskt perspektiv. Här belyses fyra komponenter som:

- *bankens formella/praktiska förutsättningar*
- *skuldsättningens signalering*
- *skuldsättningens disciplinerande effekt*
- *parternas målsättning.*

De fyra komponenterna har också påverkan på de uppdragsrelaterade kostnaderna som nedan delas upp i skuldsättningsbaserade och villkorsbaserade kostnader.

8.4.1 Bankens formella/praktiska förutsättningar för styrning av företaget

Banken kan av formella skäl inte styra företaget på samma sätt som en ägare av företaget. Bankens låga kännedom om företaget medför att en cybernetisk styrning inte heller är möjlig. Ett försök till mer detaljerad styrning av företaget skulle också förmodligen stöta på motstånd från företaget. Vidare kan tänkas att utformningen, och uppföljningen av alltför detaljerade villkor skulle innebära stora kostnader för banken. Utformningen av villkor påverkas också, som tidigare nämnts, av den standardisering av låneavtalen som finns på den internationella marknaden och som förväntas innehålla vissa typer av villkor. De formella/praktiska förutsättningarna medför därmed en minskad möjlighet till cybernetisk styrning av företaget.

8.4.2 Skuldsättning som signal

Signalering är ett sätt för en bank att dra nytta av annan information som inte direkt avser den verksamhet som tillsammans med banken utgör en uppdragsrelation. I intervjuerna framgick tydligt att banken tolkar investerarens villighet att låna kapital och själva satsa pengar som en mycket stark signal om att företagets framtidsutsikter är lovande. Bankens riskbedömning påverkas positivt av att investerare och/eller ledning är beredda att låna kapital för att genomföra förvärvet. En signal om företagets framtid av den karaktären medför att bankens krav på cybernetisk styrning inte blir lika stor.

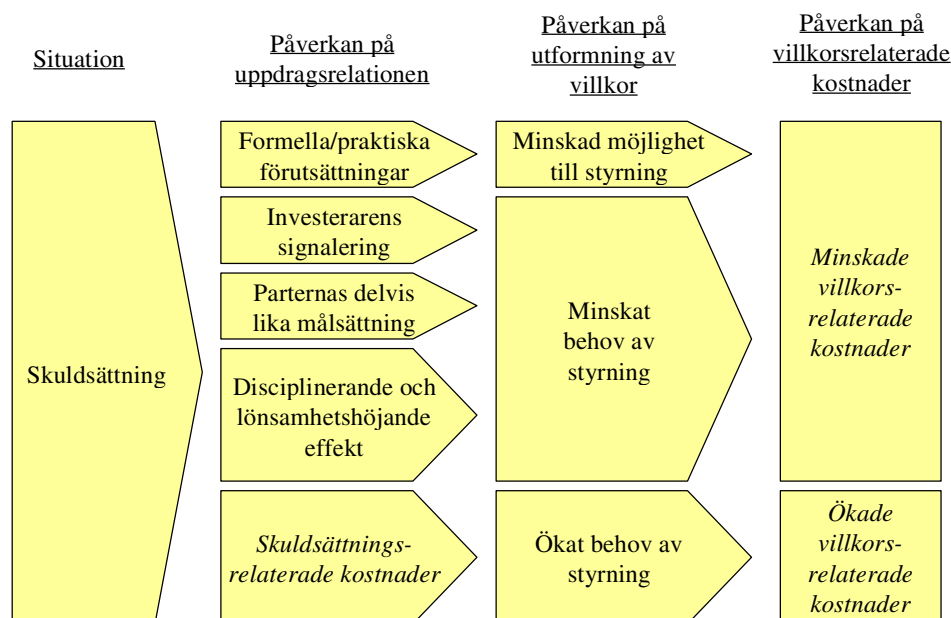
8.4.3 Parternas delvis likartade målsättning

Behovet av övervakning och styrning är ur ett agentteoretiskt perspektiv relaterat till i vilken utsträckning parternas målsättningar skiljer sig åt. Skillnaden i målsättning mellan parterna kan uttryckas så att banken är i första hand är intresserad av ett företag som går tillräckligt bra för att kunna betala de räntor och amorteringar som krediten ger upphov till samt att kunna utföra övriga löpande banktjänster åt företaget. Banken är inte i första hand intresserad av att företaget i största möjliga mån tar vara på alla de möjligheter och potentialer som finns i företaget. Detta för att bankens avkastning inte påverkas av att företaget går bättre än planerat medan investeraren åtnjuter hela vinsten av att företaget utvecklas så bra som möjligt. En sämre utveckling än förväntat påverkar dock risken i bankens avkastning genom att utrymmet för räntebetalningar och amorteringar minskar. I intervjuerna framkom dock tydliga indikationer på att banken i första hand vill betrakta investeraren som en part med en målsättning som till stora delar överensstämmer med bankens målsättning i det avseendet att båda parterna strävar efter att företaget skall ge en god framtida avkastning. Bankens uppfattning är att målsättningarna inte skiljer sig tillräckligt mycket åt för att banken skall känna behov av att i mer strikt bemärkelse styra företaget.

8.4.4 Skuldsättningens disciplinerande och lönsamhetshöjande effekt på företaget

Skuldsättning av företaget medför uppdragsrelaterade kostnader men också fördelar ur bankens perspektiv genom den disciplinerande och lönsamhetshöjande effekt skuldsättningen har på företaget. Speciellt betonas denna effekt i samband med högt belånade företagsförvärv. Skuldsättningen i sig medför att banken bedömer att de handlingar som kommer att genomföras i företaget är av den karaktären att de förbättrar företagets kreditvärdighet genom att skapa ett bra resultat. I intervjuerna påpekades att banken uppfattar att motparten i uppdragsrelationen har starka skäl för att uppfylla de betalningskrav som ställs på företaget när krediten är beviljad och utbetald. Banken menar att stor prestige står på spel för de aktörer i företaget som är ansvariga för företagets återbetalningsförmåga. Också aktörernas möjlighet att i framtiden få krediter påverkas av deras förmåga att sköta tidigare givna krediter. Speciellt påpekades att den svenska marknaden för den typ av krediter som diskuteras här är så liten att kännedomen om aktörerna är goda bland alla inblandade parterna och att detta ytterligare sätter disciplinerande press på företaget. Skuldsättningens disciplinerande effekt medför att kraven på cybernetisk styrning minskar. Figur 8-4 ger en sammanfattande bild av skuldsättning och dess påverkan på utformningen av lånevillkor och uppdragsrelaterade kostnader.

Figur 8-4. Skuldsättningens påverkan på bankens utformning av lånevillkor



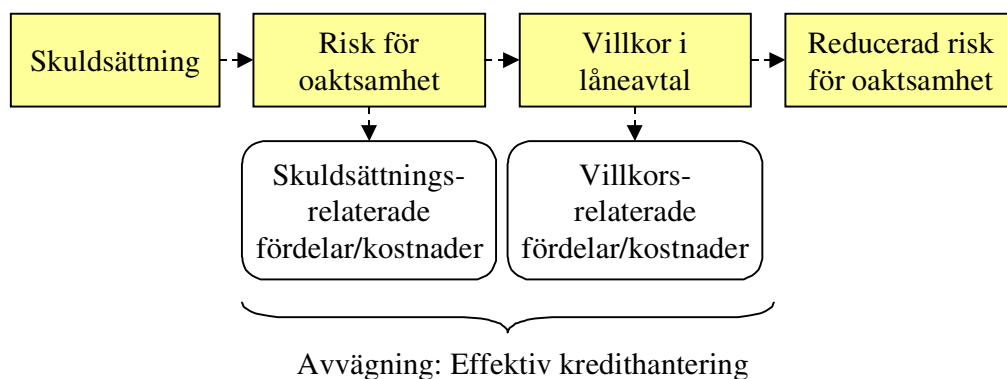
8.4.5 Effektiv kredithantering genom avvägning av uppdragsrelaterade kostnader

Bankens formella/praktiska förutsättningar medför minskade möjligheter till styrning som därmed ger minskade villkorsrelaterade kostnader. De tre komponenterna, signalering, disciplinering samt parternas likartade målsättningar medför dock att behovet av strikt styrning av företaget inte är lika stort med följden av minskade

villkorsrelaterade kostnader. Banken kan också sägas överlåta en del av de uppdragsrelaterade kostnaderna i form av övervaknings-, incitaments- och avvikelsekostnaderna på företaget, eller mer exakt företagets ägare, genom att de till viss del förlitar sig på den övervakning och styrning som utövas av företagets ägare för att minska kostnader förknippade med konflikten mellan företagets ägare och ledning. Skuldsättning medför inte bara ett minskat behov av styrning. Kostnader uppkommer till följd av skuldsättningen. Kostnader som primärt är hänförlig till konflikten mellan banken och företag, eller mer exakt företagets ägare.⁵⁹ Ökade skuldsättningsrelaterade kostnader medför ökat behov av styrning.

Den mildare form av styrning som villkoren innebär omfattar diskussioner mellan parterna och ytterligare informationsinsamling som sker i de fall ett villkor bryts eller företaget vill genomföra en åtgärd som kräver en diskussion med banken. Diskussionerna mellan parterna medför i sin tur kostnader i form av informationsinsamlings- och hanteringskostnader. De åtgärder som parterna enas om, som ett resultat av förhandlingar, kan medföra nya uppdragsrelaterade kostnader. De uppdragsrelaterade kostnaderna som är förknippade med styrning genom villkor ersätts således med ökade kostnader för de diskussioner som genomförs och den informationsinsamling och analys som sker i samband med diskussionerna samt effekten av de beslutade åtgärderna. Kostnaden för den tillkommande informationsinsamlingen och informationshanteringen som sker vid diskussioner mellan parterna när villkor inte efterlevs kan betraktas som en del av de villkorsrelaterade kostnaderna. Åtgärder som följer av sådana diskussioner är också en del av styrningen. En effektiv kredithantering blir en avvägning mellan de skuldsättnings- och villkorsrelaterade kostnaderna, se Figur 8-5 nedan.

Figur 8-5. Effektiv kredithantering genom avvägning av uppdragsrelaterade kostnader



Skuldsättningen medför en risk för oaksamhet. Skuldsättningen medför både kostnader och fördelar i relationen mellan bank och företag. Villkor i låneavtal är ett uttryck för bankens riskbeteende och kredithantering. Villkor i låneavtal medför

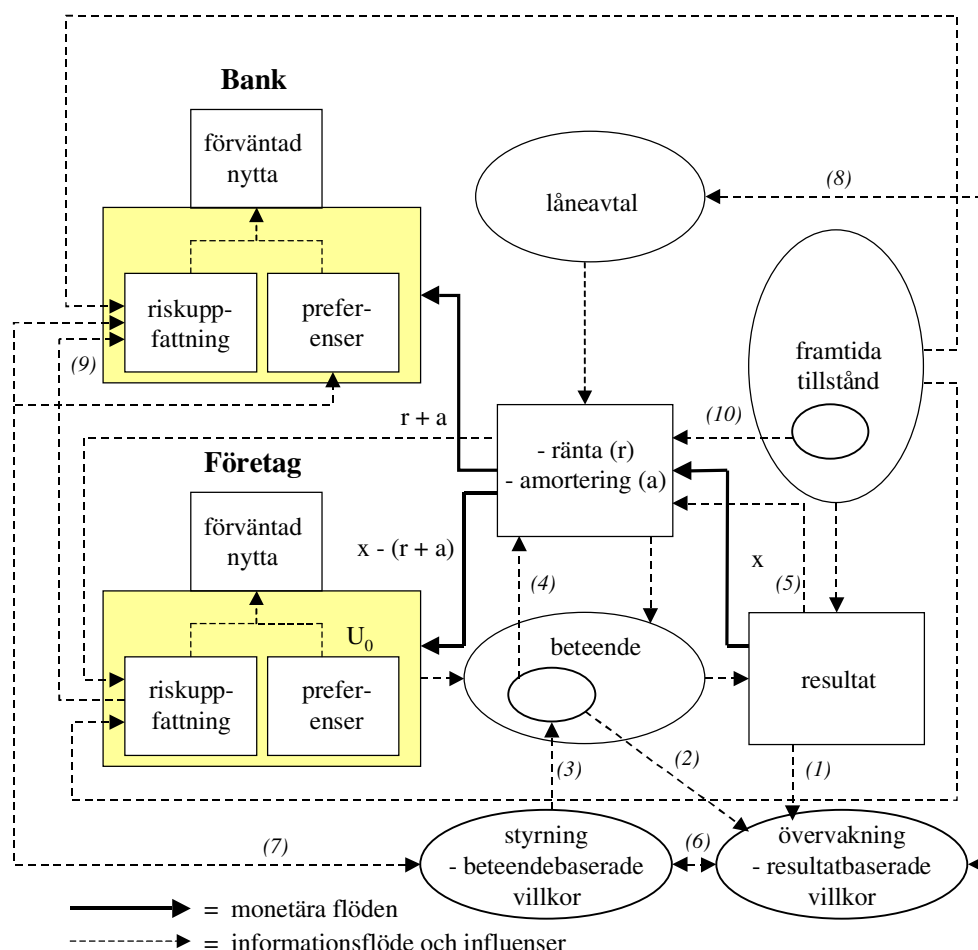
⁵⁹ Se Tabell 4-1 "Skuldsättningsrelaterade kostnader".

dock nya kostnader,⁶⁰ inklusive kostnader för ytterligare informationsinsamling och informationshantering i samband med de diskussioner mellan parterna som villkoren ger upphov till, men även fördelar i form av en reducerad risk för oäktsamhet.⁶¹ En effektiv kredithantering kan därmed sägas utgöras av en avvägning av storleken på skulden, utformningen av villkor i låneavtal och bankens åtgärder när villkor ej efterlevs.

8.5 Bankens villkor i uppdragsrelationen bank – företag

Den teoretiska referensramen, kapitel 3, 4, 5 och 6, gav upphov till en modell över uppdragsrelationen bank-företag där avhandlingens agentteoretiska perspektiv på uppdragsrelationen bank-företag beskrivs. Figur 8-6 åskådliggör en modifikation av modellen med utgångspunkt i intervjuerna i kapitel 7 och diskussionen ovan i kapitel 8.

Figur 8-6. Bankens villkor i uppdragsrelationen bank-företag



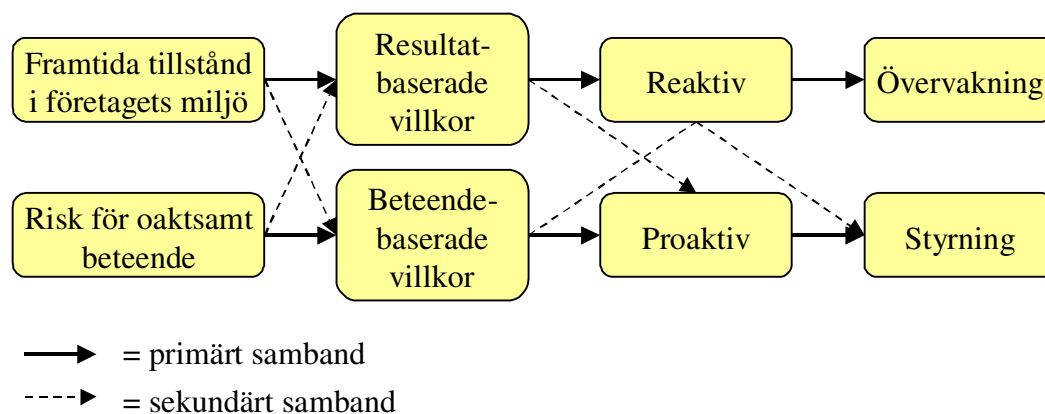
⁶⁰ Se Tabell 6-2 "Villkorsrelaterade kostnader".

⁶¹ Se stycke 5.3 "Bankens riskhantering i form av villkor i låneavtal".

De resultatbaserade villkoren i banklån vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv innebär enligt resonemanget ovan ingen direkt cybernetisk styrning av företaget. De resultatbaserade villkoren utgör i första hand ett instrument eller indikator som via signalering om resultatets utveckling medför att banken kräver in mer information av företaget i de fall ett villkor inte uppfylls. Resultatets utveckling är dock beroende dels av tillståndet i företagets miljö, som inte direkt kan påverkas av parterna, dels av företagets beteende. En viss påverkan på företagets beteende kan dock sägas föreligga i och med att de resultatbaserade villkoren upprättas med utgångspunkt i de prognoser som ställs upp av företaget och som företaget åtar sig att sträva efter att uppnå. Primärt utgör dock de resultatbaserade villkoren en form av övervakning av företaget (1).

De beteendebaserade villkoren utgör mer direkt en instruktion om företagets handlande i och med att vissa typer av handlingar inte tillåts i företaget utan bankens godkännande. Villkoren ger möjlighet för banken att agera och kräva in mer information som i diskussion tillsammans med företaget medför att parterna kommer överens om ett fortsatt beteende. De förtroendeskapande villkoren är dock direkta instruktioner om att företaget måste vidtaga vissa åtgärder. Däremot avser de förtroendeskapande villkoren inga instruktioner avseende hur företaget skall bedriva verksamheten utan utgör en övervakning av företaget (2). De beteendebaserade villkoren omfattar bara en begränsad del av företagets alla handlingsalternativ. Ingen strävan finns heller hos banken att reglera handlingar som har direkt anknytning till företagets skötsel med undantag av de villkor som nämnts ovan. De beteendebaserade villkoren som avser finansiering, utdelning samt investeringar och försäljningar kan också sägas syfta till att bevara företagets struktur som den var vid tidpunkten för kreditens beviljande. Primärt utgör de beteendebaserade villkoren en styrning av företaget (3). Figur 8-7 sammanfattar villkorens primära och sekundära funktion i uppdragsrelationen bank-företag.

Figur 8-7. Resultat- och beteendebaserade villkors funktioner



Villkor kan också utformas så att om villkor inte efterlevs så medför det en högre ränta även om sådan utformning av villkor är ovanlig. Delningsmekanismen kan därmed sägas vara beroende av företagets beteende (4). Räntan kan också vara beroende av vilken skuldsättning företaget har eller vara kopplad till de resultatbaserade villkoren och därmed påverka delningsmekanismen (5). En tätare rapportering och nya striktare villkor kan bli följden av att villkor inte efterlevs men även innebära en mer flexibel tillämpning av villkor vilket innebär att villkoren i sig har ett inbördes beroende (6). Villkorens utformning och nivåer påverkas av hur banken uppfattar risken (7). Låneavtalet kan också förändras under lånets löptid till följd av de diskussioner som parterna företar när villkor inte efterlevs eller då restriktioner i villkor medför sådana diskussioner (8).

Bankens initiala riskbedömning baseras på en given struktur och en given prognos. Förändringar av denna bild medför att bankens riskuppfattning förändras. Både de resultatbaserade och beteendebaserade villkoren bidrar till bankens riskuppfattning av företaget. Om villkor bryts följer en diskussion mellan banken och företaget. Ytterligare information ges då till banken. Bankens riskuppfattning och riskpreferenser påverkas av den information som ges direkt via villkoren (7) men även information av som lämnas av företaget i samband med diskussioner mellan parterna. Information som är beroende av företages riskuppfattning (9). Vidare bildar sig banken en uppfattning om risken i företaget genom annan extern information. I situationer där företagets finansiella utveckling är dålig spelar villkoren en viktigare roll genom att ge signaler om en negativ utveckling som i inte framkommer genom övrig information som banken erhåller från företaget. Som framgick av intervjuerna så styr ett allmänt ränteläge storleken på den ränta som sätts i låneavtalet. Delningsmekanismen i uppdragsrelationen kan därför sägas påverkas av en extern faktor, marknadsräntan, som inte kan påverkas av parterna i relationen (10).

9 REFLEKTIONER OCH FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING

Kapitlet inleds med reflektioner kring avhandlingens resultat som också sätts i relation till kvantitativ forskning inom området. Avhandlingens bidrag och metod diskuteras. Avslutningsvis ges förslag till vidare forskning.

9.1 Reflektioner kring avhandlingens resultat

Avhandlingens kvalitativa analys av bankens villkor vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv ger tillsammans med resultatet av annan kvantitativ forskning inom området möjlighet till några reflektioner.

9.1.1 Banken som effektiv övervakare av företag

Villkor i låneavtal antags reducera risker och kostnader som uppstår i relationen mellan bank och företag och därmed sänka kostnader för extern finansiering (Smith & Warner, 1979). Föreliggande avhandling visar, i samband med besöken på de specialiserade bankavdelningarna som redovisas i kapitel 7, att banken inte direkt tillämpar ett samband mellan användandet av villkor och prissättning av en kredit även om det påpekades att ett sådant samband skulle vara tänkbart. Användandet av villkor påverkar således inte ränta på de krediter som beviljas av avdelningarna. Marginalerna som banken använder påverkas i första hand av tillgång och efterfrågan på krediter, andelen av förvärvssumman som finansieras med lån samt rörelserisken i företaget. Uppfattas risken som för hög kommer, snarare än att räntan höjs, krediten inte att beviljas. Att bankerna däremot anser att villkoren reducera risker framgick tydligt.

Om ett företag är utsatt för övervakning av en kreditgivare, och det medför lägre risk för oäktsamhet och uppdragsrelaterade kostnader, så bör andra kreditgivare kunna dra nytta av det och därmed kunna erbjuda lägre räntor och därmed lägre upplåningskostnader för företaget (Booth, 1992). Kvantitativa studier som gjorts visar också på ett samband mellan förekomsten en kreditgivares övervakning av ett företag och företagets kostnad för nyupplåning (Booth, 1992 och Datta, Iskander-Datta & Patel, 1999).⁶² Booth (1992) visar att förekomsten av övervakning av ett

⁶² Booths (1992) studie omfattar 787 företag, med och utan räntebärande värdepapper på penningmarknaden, som upptagit banklån under perioden januari 1987 till maj 1989 varav 67 lån avser högt belånade företagsförvärv och 200 avser andra typer av företagsförvärv. Studien visar att banklån avseende högt belånade företagsförvärv är något dyrare än banklån med andra syften. Den reducerande effekten på kostnaden för banklån till följd av förekomsten av räntebärande värdepapper med kreditrating (se not 63) är dock större varför även banklån avseende högt belånade företagsförvärv är billigare om företaget har emitterat räntebärande värdepapper och övervakas av ett ratinginstitut. Datta, Iskander-Datta & Patels (1999) studie omfattar 98 stycken amerikanska företag med och utan banklån vid tidpunkten för emittering av räntebärande värdepapper under perioden år 1971 till år 1994.

företag som emitterat räntebärande värdepapper på penningmarknaden reducerar företagets kostnad för nya banklån.⁶³ På samma sätt drar Datta, Iskandar-Datta & Patel (1999) slutsatsen att förekomsten av banklån reducerar räntan på värdepapper som ett företags emitterar. Datta, Iskandar-Datta & Patel (1999) hänvisar till Weinstein (1977) som menar att övervakningen som utförs av ratinginstitut inte är lika effektiv som den övervakning som banker genomför. Vidare innebär räntebärande värdepapper som omsätts på en marknad en större spridning av kreditgivare och därmed lägre exponering per kreditgivare vilket minskar incitamentet till övervakning. Datta, Iskandar-Datta & Patel (1999) menar vidare att en bankrelation och bankens övervakning av företaget är av värde för företaget vid emittering av noterade räntebärande värdepapper. Datta, Iskandar-Datta & Patel (1999) menar också att banker har överlägsen tillgång till information om företaget och bättre möjligheter att övervaka ett företag är ratinginstitut. James (1987) och Lummer & McConnell (1989) visar att en banks kreditgivning till företag är en positiv signal om företagets kreditvärdighet och har en positiv effekt på företags aktiekurser. James (1987) visar även att offentliggörande av publika skulder har en negativ effekt på aktiekursen.

Blackwell & Winters (1997)⁶⁴ visar också på ett samband mellan en banks övervakning av ett företag och räntan på företagets krediter och menar likt Datta, Iskandar-Datta & Patel (1999) att relationen med banken har ett värde för företaget. Företag som har skulder koncentrerade till en bank betalar lägre ränta på lånen även med hänsyn tagen till kreditrisken och andra företagsspecifika faktorer. Koncentrationen av skulder till en bank medför att banken kan skapa ett informationsövertag över andra kreditgivare. Till följd av konkurrensen på lånemarknaden så speglas detta informationsövertag i lägre kostnader för företagets upplåning. En längre relation mellan bank och företag medför att banken minskar sin övervakning och därmed sänker kostnaderna för övervakning. En mer långvarig relationen mellan bank – företag ger därför lägre lånekostnader för företaget (Blackwell & Winters, 1997).

Studierna ovan indikerar generellt avseende relationen bank-företag att:

- *banker betraktas som mer effektiva när det gäller att reducera risker och uppdragsrelaterade kostnader i uppdragsrelationen bank-företag jämfört med publika kreditgivare*
- *bankens kredithantering är av värde för företag som därmed kan sänka kostnaden för upplåning samt öka marknadens värdering av företaget.*

⁶³ Övervakningen sker via ratinginstitut som exempelvis Standard & Poor's och Moody's som bedömer och betygsätter kreditvärdighet och klassificerar krediter (kreditrating) för emittenter på penningmarknaden (Bäckström, 1998).

⁶⁴ Blackwell & Winters (1997) studie omfattar 174 stycken banklån till 174 stycken olika mindre amerikanska företag i slutet av 1988.

Det påpekades också vid ett av besöken att den svenska marknaden för kreditgivning till högt belånade företagsförvärv inte är lika utvecklad vad det gäller sambandet mellan risker och prissättning av krediter som exempelvis den London baserade marknaden. Vid besöken framkom att spridningen av marginaler som används vid prissättningen av krediter är något större än motsvarande spridning på Londonmarknaden. Vidare nämndes att de lägsta marginalerna är lägre i Sverige jämfört med London. De svenska specialiserade avdelningarna har inte heller funnits under någon längre tid varför en förändring av sambandet mellan risk och prissättning möjligen kan förväntas inträffa i framtiden där ett sådant samband blir mer tydligt. I vilken utsträckning typer av villkor samt villkors funktion och utformning bidrar till en sådan utveckling är däremot svårare att förutsäga.

Resonemanget ovan att en kreditgivare kan dra nytta av en annan kreditgivers övervakning och styrning kan dock relateras till resonemanget i stycke 8.4.5 där bankens kostnader för övervakning och styrning minskar till följd av att banken drar nytta av den övervakning och styrning som företagets ägare utövar på företaget. Nyttan av en annan kreditgivers övervakning är då ersatt med nyttan av företagets ägares övervakning. Förutsättningen för detta är dock att bankens och företagets ägare till viss del har samma målsättning vilket också stöds av de intervjuer som genomförts.

9.1.2 Förändrade riskpreferenser och tillämpning av villkor.

Vid besöken nämndes att villkoren fyller sin funktion i första hand när det går dåligt för företaget då att parternas skilda målsättningar i dessa lägen kan förstärkas. Följden av att villkor i låneavtal inte efterlevts är att diskussioner upptas mellan parterna. Dessa kan leda till antingen striktare villkor eller att banken på ett eller annat sätt accepterar överträdelsen antingen genom omförhandlingar eller ett godkännande av överträdelsen. Uppsägning av lån beskrivs som mycket ovanligt. Åtgärderna som beskrevs vid besöken vid de specialiserade bankavdelningarna överensstämmer med de observationer som gjorts vid mer kvantitativa studier av lånevillkor där de primära åtgärderna beskrivs som; *i*) diskussioner mellan parterna, *ii*) godkännande av överträdelse av villkor, *iii*) omförhandlingar med mer restriktiva villkor som följd, *iv*) omförhandlingar med mindre restriktiva villkor som följd samt *v*) uppsägning av lån, som dock är ovanligt (Citron, 1992b, Beneish & Press, 1993, DeFond & Jambalvo, 1994, Sweeney, 1994 och Citron, Robbie & Wright, 1997).

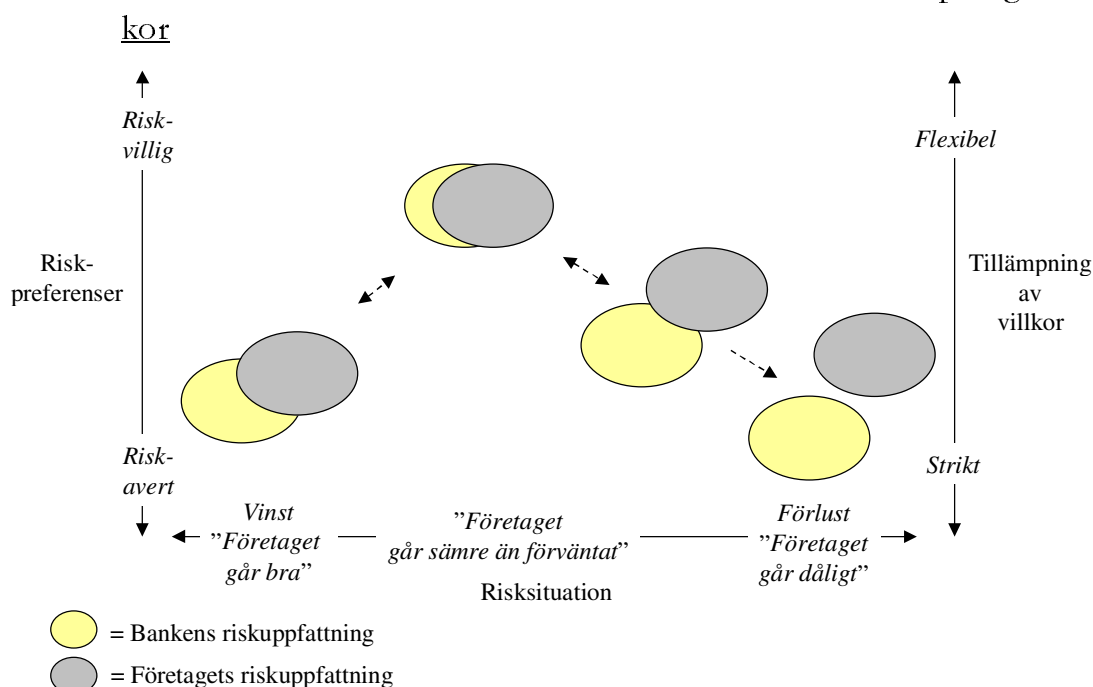
Citron, Robbie & Wright (1997) visar att banker med speciella avdelningar för finansiering av företagsförvärv i större utsträckning har överseende med att villkor inte efterlevs än banker där sådana avdelningar inte finns. Benägenheten att säga upp lån är också lägre vid dessa speciella avdelningar vilket överensstämmer med den bild av bankernas hantering av relationen med företaget som gavs i samband med besöken. Vidare överensstämmer intrycken från besöken med Citron, Robbie

& Wright (1997) som menar att speciella avdelningar för finansiering av företagsförvärv ger möjlighet till den kompetens och goda renommé som behövs för att skapa en bra relation mellan banken och företaget men att det finns en stor variation i hur denna relation hanteras.

Det är i situationer då företaget inte når upp till uppställda mål av lönsamhet, som uttrycks i nivåerna på nyckeltal i resultatbaserade villkor, riskvilligheten kan förväntas öka i företaget. Handlingsplaner, som utarbetas av företaget i syfte att nå upp till de fastställda lönsamhetsmålen, godkänds av banken. En reflektion som kan göras är vilken betydelse förändrade riskpreferenser har vid diskussionerna mellan parterna i dessa situationer. Det kan tänkas att företaget är villigt att ta större risker och att detta speglas i de handlingsplaner som presenteras för banken i samband med parternas diskussioner. Banken kan tänkas vara mer riskvillig och acceptera ett ökat risktagande som företagens planer ger uttryck för. Banken godkänner därför att villkor ej efterlevs. Bankens ökade riskvillighet kan också tänkas förstärkas av att andra överväganden som t.ex. goda relationer med företaget och bankens strävan att behålla företaget som kund. Denna typ av överväganden, och ökad riskvillighet när resultatbaserade villkor ej efterlevs, kan sammantaget leda till att banken accepterar handlingsplaner med lättnader i villkor, eftergifter avseende nivåer på villkor, ökad skuldsättning, tillåtelse av fler investeringar eller försäljningar av tillgångar i företaget. Åtgärder, som i en situation där företaget når upp till lönsamhetsmålen, inte skulle accepteras.

Värdet av företaget är större för banken som "a going concern" än som ett företag som tvingas återbetala ett stort lån med följande negativa konsekvenser för företaget. Samtidigt skulle en sådan situation kunna medföra hårdare restriktioner på företaget om banken uppfattar risken som för stor med följd av att handlingsplanen omarbetas för att passa bankens riskuppfattning.

Figur 9-1. Tentativt samband mellan risksituation och bankens tillämpning av villkor



Figur 9-1 visar ett möjligt samband mellan riskuppfattning och bankens tillämpning av villkor. Inledningsvis antags banken vara något mer risk-avert och företaget något mer riskvillig. Banken antags tillämpa villkoren relativt strikt. Parternas riskpreferenser antags förändras när företaget inte går så bra som förväntat och resultatbaserade villkor inte efterlevs eller exempelvis behov av investeringar eller försäljningar överstiger de restriktioner som finns uppställda i beteendebaserade villkor. I en sådan situation ökar parternas riskvillighet och riskuppfattningen konvergerar. Företaget är beredd att genomföra mer riskfyllda projekt för att nå upp till de krav som ställs i villkor. Banken accepterar att resultatbaserade villkor inte efterlevs och är beredd att tillåta företaget att genomföra en handlingsplan som innebär att vissa beteendebaserade villkor som exempelvis restriktioner avseende investeringar, försäljningar och nya lån omförhandlas. Villkoren tillämpas flexibelt. Banken accepterar dock inte hur riskfyllda projekt som helst. Vid en viss risksituation accepterar inte banken ytterligare förändringar av villkoren utan återgår till en mer strikt tillämpning av villkoren. Också företaget kan tänkas bli mer risk-avert i situationer nära en förlust. Extremfallet är att krediten sägs upp då parternas riskuppfattning helt skiljer sig åt. Ett sådant tentativt samband kan också sägas likna Deephouse & Wisemans (2000) resonemang som innebär att företag har två referenspunkter, en förväntad vinstnivå och en förlustnivå. När resultatet i ett företag inte når upp till uppställda lönsamhetsmål, som speglas i nivåer på villkor, är företagets och bankens beteende risk-sökande för att nå upp till den förväntade vinstnivån. När företaget närmar sig en förlustsituation övergår företaget från att varit risk-sökande till att åter bli risk-avert för att undvika alltför stor förlust, i relation till förlustnivån.

Parternas riskuppfattning kan med resonemanget ovan sägas påverka innebörden av en effektiv kredithantering. En effektiv kredithantering, som i denna avhandling betraktas som en avvägning mellan skuldsättningsrelaterade och villkorsrelaterade kostnader, poängterar att parternas åtgärder och åtgärdernas konsekvenser, när villkor ej efterlevs, måste ses i skenet av parternas riskuppfattning. Även vid skiftande riskpreferenser är bankens strävan att genom avvägning av skuldsättningsrelaterade kostnader och villkorsrelaterade kostnader minimera de uppdragsrelaterade kostnaderna, dvs. bedriva en effektiv kredithantering. Uppfattningen om kostnadernas relativa och inbördes storlek förändras. Ett sådant resonemang innebär att riskuppfattningen och avvägningen av kostnaderna är subjektiv och föränderlig snarare än objektiv och konstant.

9.1.3 Vikten av parternas diskussioner och bankens insyn i verksamheten

Vid besöken vid de specialiserade avdelningarna framkom att diskussioner mellan parterna, angående åtgärder som vidtogs i företaget exempelvis när ett företag bryter ett resultatbaserat villkor eller restriktioner i ett beteendebaserat villkor medför diskussioner, är av stor vikt i uppdragsrelationen. Bankens möjligheter att uppdatera sin riskuppfattning och bedömning blir genom diskussioner med företaget mer detaljerade. Bankens kunskap om företaget ökar. I samband med diskussionerna har också banken möjlighet att utöva styrning av företaget. Liknande resultat, dvs. vikten av parternas diskussioner, framkommer i Citron, Robbie & Wright (1997) undersökning av specialiserade bankavdelningar på londonmarknaden.

Krishnaswami, Spindt & Subramaniam (1999) hänvisar till Hadlock & James (1997) som menar att banker (privata långivare) har ett informationsövertag framför andra publika kreditgivare (placerare av räntebärande värdepapper) som i stort måste förlita sig på publik information i sin bedömning av risken i företag. Information om ett företags potential nämndes vid intervjuerna som fördelaktig information som banken, men inte alla kreditgivare, har tillgång till. Även Fama (1985) argumenterar för att banker har större tillgång till information om företag än placerare som till stor del förlitar sig på offentlig information om företaget. Argumenten överensstämmer med det som framkom i samband med besöken på de specialiserade avdelningarna där det poängterades att krediter till högt belånade företagsförvärv innebär att företaget blir noggrant belyst i både bankens och investerarens riskanalys. Banken har därmed större insyn i företaget i jämförelse med andra typer av kreditgivning. Banken har även insyn i företagets löpande bankaffärer vilket bidrar till en ökad kontroll och insyn i vad som händer i företaget. Banken får på det viset fler signaler om företagets status. Att företag i större utsträckning är beredda att lämna ut information till banker (privata långivare) än till en diffus grupp placerare som investerar i företagets räntebärande värdepapper hävdas också av exempelvis Yosha

(1995). Banker har därför också ett informationsövertag i den inledande analysfasen innan en kredit beviljas.

Bankens diskussioner med företaget är bra exempel på situationer där banken har möjlighet att få information om företaget, som andra inte har. Det är också dessa diskussioner som till stor del är av betydelse för banken vid genomförande av en effektiv kredithantering, vilket poängterar vikten av diskussioner mellan parterna och vikten av villkor som medger sådana diskussioner. Diskussioner som tycks vara mer omfattande i samband med högt belånade företagsförvärv jämfört med krediter med andra syften. Resonemanget om vikten av parter gemensamma diskussioner för en effektiv kredithantering liknar Rajan & Winton (1995) som menar att villkor endast kan baseras på verifierbar information men att värdet med villkor är att de ger incitament att undersöka annan information som kan ha större betydelse för banken i sin utvärdering av företaget. Diskussioner med företaget och åtgärder som parterna kommer överens om fyller därför en viktig funktion i bankens kredithantering.

9.2 Avhandlingens bidrag, metod och förslag till vidare forskning

Föreliggande kvalitativa avhandling har genom ett agentteoretiskt perspektiv och besök vid specialiserade bankavdelningar sökt svar på vilka typer av lånevillkor som förekommer i en banks låneavtal vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv, vilken funktion lånevillkor har samt hur lånevillkor utformas. Litteratur och artiklar som ligger till grund för avhandlingens teoretiska referensram omfattar agentteori, skuldsättningsteori, teorier kring riskuppfattning och riskhantering samt övervakning och styrning men sammanför inte dessa på samma sätt som sker i föreliggande avhandling.

9.2.1 Villkor i låneavtal i ett större sammanhang

Genom att betrakta relationen mellan en bank och ett företag ur ett agentteoretiskt perspektiv har villkorens roll i relationen satts i samband med parternas målsättning och riskuppfattning. Den relativt höga risk och skuldsättning, som högt belånade företagsförvärv innebär, samt det faktum att båda parterna antas besitta relativt hög kunskap och kompetens inom området tydliggör också sambanden. Avhandlingens inriktning på högt belånade företagsförvärv och specialiserade bankavdelningar framhäver sambanden och villkorens roll i relationen. Ett agentteoretiskt perspektiv innebär också i avhandlingen en fokusering på att skuldsättningen som sådan samt att villkoren i sig medför konsekvenser i form av kostnader som måste förstås för att villkorens funktion och utformning skall kunna sättas in i ett större sammanhang. Även sambandet mellan bankens riskuppfattning och strävan att övervaka och styra företaget framhävs med ett agentteoretiskt perspektiv. Avhandlingens bidrag är därmed att betrakta villkoren som del av ett större system.

Vidare medför avhandlingens perspektiv på begreppet styrning att villkorens roll kan belysas i aspekter av att vara resultat- och beteendebaserade vilket inte förekommit i tidigare studier. En analys av villkoren ur den aspekten medger att villkorens olika funktioner tydligare kan framhävas. Speciellt tydliggörs villkorens reaktiva respektive proaktiva funktion.

9.2.2 Kredithantering i termer av uppdragsrelaterade kostnader

Avhandlingens agentteoretiska perspektiv medger att en effektiv kredithantering kan beskrivas som en avvägning av de uppdragsrelaterade kostnaderna uppdelade på skuldsättningsrelaterade och villkorsrelaterade kostnader. Ett agentteoretiskt perspektiv belyser också det faktum att villkorens övervakande och styrande egenskaper måste ses i skenet av den osäkerhet som råder, dels i frågan om i vilken utsträckning resultatbaserade villkor kan förutsäga en försämrad återbetalningsförmåga, dels vad gäller effekten åtgärder, som vidtages till följd av restriktioner i beteendebaserade villkor, har på företagets återbetalningsförmåga.

Besök vid specialiserade bankavdelningar har också medfört att det agentteoretiska perspektivet kompletteras, eller snarare konkretiseras, genom att avdelningarnas erfarenheter är en del av avhandlingens sammanfattade analyser och slutsatser. Speciellt betonades bankens förhandlingar med företaget som en viktig del av bankens kredithantering och villkorens funktion att initiera sådana diskussioner med efterföljande åtgärder. Vidare betonades i intervjuerna att bankens initiala analys av ett potentiellt företag påverkar hur den efterföljande kredithanteringen ser ut. Förtroendet för företaget och parternas gemensamma målsättning är viktiga delar av relationen mellan banken och företaget. Vid besöken framkom också att bankens målsättning om en långsiktig relation med företaget påverkar bankens kredithantering. Värdet av denna relation ställs mot bankens möjlighet att tillämpa villkor mer strikt, vilket kan uppfattas negativt av företaget, och därmed skada relationen mellan parterna.

Avhandlingen tydliggör att en banks kreditbedömning, med hjälp av villkor i låneavtal, inte är statiskt i den meningen att bankens riskbedömning sker initialt och att banken sedan passivt avvaktar utgången av sitt beslut. Bankens kreditbedömning sker kontinuerlig under hela kreditens löptid. Villkoren medger att banken ackumulerar kunskap om företaget som bidrar till att den kontinuerliga kreditbedömningen speglar bankens riskuppfattning. Vidare visar avhandlingen att bankens låneavtal inte i detalj reglerar företagets beteende. Banken tillämpar det som inom agentteorin betecknas som inkompleta kontrakt, dvs. lösningar på eventuella meningsskiljaktigheter mellan parterna hanteras eftersom de uppstår och inte i samband med att låneavtalet skrivs. En sådan lösning kan vara mer kostnadseffektiv än att i detalj reglera företagets beteende i låneavtalet. Avhandlingen visar också på komponenter som skuldsättnings disciplinerande effekt, parternas likartade mål-

sättning, investerarnas vilja att förvärva företaget, bankens initiala urval av investerare samt bankens praktiska och formella möjligheter att utforma villkor som komponenter som tillsammans medför en tillfredsställande övervakning av företaget ur bankens synvinkel.

9.2.3 Avhandlingens metod

Metoden och det agentteoretiska perspektiv som tillämpas i avhandlingen medför vissa konsekvenser för avhandlingens resultat. Nedan lyfts speciellt fram avhandlingens ensidiga empiri, avhandlingens datakällor samt komplexiteten i analys av riskuppfattning och riskpreferenser.⁶⁵

Ensidig empiri: Uppdragsrelationen bank-företag som den beskrivs i denna avhandling består av två parter, en bank och ett företag. Avhandlingens tillvägagångssätt, som inkluderar intervjuer i samband med besök på specialiserade bankavdelningar, gör att endast den ena av parterna i relationen, banken, och bankens syn på villkoren, villkorens funktion och utformning utgör avhandlingens empiri. Banken är den part som i första hand är i behov av den styrning och uppföljning som villkor ger möjlighet till och är därför den part som primärt är av intresse vid studier av villkor i låneavtal. Den andra parten i relationen, företaget, spelar dock en viktig roll i uppdragsrelationen. Artiklar som ligger till grund för avhandlingens teoretiska referensram omfattar inte heller studier där företagens syn på uppdragsrelationen bank-företag och villkorens roll i relationen behandlas. Avhandlingens analys och slutsatser kan därför i första hand spegla villkorens roll ur bankens perspektiv. I samband med besöken på de specialiserade avdelningarna beskrivs att företagens affärsplan och prognos utgör en viktig del vid utformningen av nivåer på villkor. Framförallt så har företaget en stor betydelse i samband med de diskussioner som parterna genomför när villkor ej efterlevs eller restriktioner i villkor ger upphov till sådana diskussioner. Åtgärder som är resultatet av diskussionerna är företagens åtgärder. Analysen av villkorens funktion och utformning och framförallt förståelse för de åtgärder som vidtas i företaget skulle ytterligare kunna fördjupas om empirin även omfattar företagens syn på villkorens funktion och utformning.

*Datakällor:*⁶⁶ Intervjuer har bedömts som den viktigaste datakällan för avhandlingens empiri. Intervjuer innebär att informationen som ges speglar vad den intervjuade anser vara lämplig information och behöver nödvändigtvis inte spegla hur den intervjuade verkligen agerar. Diskussioner och förhandlingar mellan parterna och överenskommelser om åtgärder är en viktig del av uppdragsrelationen bank-företag, både vid upprättandet av avtal och i den uppföljande fasen efter att en kredit är beviljad. Genom att fokusera ytterligare på de diskussioner som sker mellan parter-

⁶⁵ Avhandlingens validitet och reliabilitet diskuteras i kapitel 2 och stycke 2.2.2.

⁶⁶ Se stycke 2.2.5 och stycke 2.2.6 för en diskussion om val av avhandlingens datakällor.

na kan ytterligare information insamlas som kan vara till gagn för en fördjupad analys av villkorens roll i uppdragsrelationen bank-företag.

Ytterligare en källa till information är de låneavtal som upprättas. Studier av låneavtal i denna avhandling är marginell. En fördjupad studie av låneavtal skulle kunna ge mer detaljerad information om typer av villkor som förekommer i låneavtal. Mer detaljerade definitioner av olika finansiella nyckeltal i resultatbaserade villkor skulle kunna särskiljas samt innehållet i de beteendebaserade villkoren.

Vid besöken som gjorts i samband med denna avhandling framgick inte avdelningarnas engagemang i form av antal krediter. Antalet svenska specialiserade bankavdelningar var vid genomförandet av intervjuerna endast tre. Vidare har avdelningarna funnit relativt kort tid. Omfattningen av avtal där svenska banker är involverade i kreditgivning till högt belånade företagsförvärv kan därför förväntas vara betydligt mindre än antalet avtal som är upprättade av amerikanska eller engelska specialavdelningar. En studie av låneavtal upprättade av svenska specialavdelningar skulle därför kunna täcka upp en stor del av det totala antalet sådana avtal och på det viset bli mer eller mindre heltäckande. Studier av låneavtal blir till sin karaktär mer kvantitativa. En studie av avtal skulle därför bäst tjäna som underlag för intervjuer med parterna eller som förberedelser för deltagande i diskussioner mellan parterna och därigenom ytterligare förbättra utformningen och tolkning av frågor och observationer.

Riskuppfattning och riskhantering är komplexa begrepp och omfattar både finansteori, beslutsteori, sociologi och psykologi. Antonides (1996) menar att ekonomisk psykologi är en oumbärlig del av förståelsen för ekonomiskt beteende och kan inkludera begrepp som moral och etik eller bara användas för att nå en bättre förståelse för ekonomiskt beteende, vilket kan sägas vara fallet i föreliggande avhandling. I vissa fall används ekonomisk psykologi endast som garnityr i samband med mer rationella nyttomaximerande teorier (Antonides, 1996). I avhandlingen har vissa aspekter av begreppen riskuppfattning och riskhantering redovisats och utgör en del av avhandlingens teoretiska referensram och agentteoretiska perspektiv för att belysa relationen mellan parterna i uppdragsrelationen och villkorens roll däri. Aspekter av ekonomisk psykologi som inte explicit används i avhandlingen är exempelvis attityder, lärande, värderingar och normer. Ekonomisk psykologi visar också på brister i ett agentteoretiskt perspektiv där exempelvis det tredje alternativ till resultatbaserad och beteendebaserad styrning, ritual eller klanstyrning, inte vidare utvecklas.⁶⁷ En mer djupgående användning av ekonomisk psykologi skulle säkerligen kunna användas i analysen av villkors funktion och utformning och samspelet mellan en bank och ett företag för att fylla dessa brister, men ställer också krav på kompetens inom området.

⁶⁷ Se stycke 6.1.3 "Förutsättningar för beteende- och resultatbaserad övervakning".

9.2.4 Företagets syn på bankens villkor vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv

En uppenbar väg för vidare forskning är att genomföra studier där företagets syn på uppdragsrelationen och villkorens roll belyses. En sådan studie skulle kunna baseras på denna avhandlings agentteoretiska perspektiv och även i viss grad kunna utnyttja avhandlingens frågeformulär. Framförallt skulle dock avhandlingens beskrivning av typer av villkor, villkorens utformning och funktion tjäna som en utgångspunkt för en sådan studie. En sådan studie skulle förslagsvis omfatta företagets syn på:

- *skuldsättningsens effekter på företagets beteende*
- *villkorsrelaterade kostnader i form av restriktioner på företagets handlingsutrymme*
- *förhandlingar med banken avseende utformning av villkor i låneavtal*
- *åtgärder när villkor ej efterlevs*
- *förändrade riskpreferenser i situationer av förlust.*

Att delta i diskussioner mellan parterna är en källa till data som skulle kunna vara ett alternativt tillvägagångssätt. Direkta observationer skulle i större utsträckning än intervjuer möjliggöra en förståelse för samspelet mellan parterna i uppdragsrelationen. En sådan studie skulle också utöka föreliggande avhandling genom att utsträcka omfattningen av en studie till att mer direkt inkludera sådana diskussioner i analysen. Sekretessen medför säkerligen svårigheter att direkt delta vid sådana diskussioner varför direkta observationer som källa kan vara svårt att utnyttja.

Besök och intervjuer hos företaget, dvs. mer etablerade riskkapitalbolag samt det förvärvade företagets ledning, bör däremot vara en framkomlig väg. En teoretisk referensram, tillvägagångssätt samt ett frågeformulär liknande det som används i denna avhandling bör vara en god utgångspunkt för en sådan studie. En sådan studie skulle ge ytterligare förståelse för avvägningen mellan skuldsättningsrelaterade och villkorsrelaterade kostnader i uppdragsrelationen samt bredda och fördjupa analysen av skillnader i parter riskuppfattning, riskhantering och målsättning.

KÄLLFÖRTECKNING

- Altman, E.I. & Subrahmanyam, M.G. (red) (1985), *Recent Advances in Corporate Finance*, Richard D. Irwin, Homewood, Illinois.
- Alvesson, M. & Skoldberg, K. (1994), *Tolkning och reflektion. Vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*, Studentlitteratur, Lund.
- Ang, J.S., Cole, R.A. & Wuh Lin, J. (2000), Agency costs and ownership structure, *The Journal of Finance*, Vol. LV No.1, February.
- Antonides, G. (1996), *Psychology in Economics and Business*, Second Revised Edition, Kluwer Academic Publisher, Dordrecht, The Netherlands.
- Arbner, I. & Bjerke, B. (1994), *Företagsekonomisk metodlära*, Studentlitteratur, Lund.
- Arrow, K.J. (1965), *Aspects of the Theory of Risk Bearing*, Helsinki: Yrjö Jahnnsonis Säätiö.
- Beneish, M. & Press, E. (1993), Cost of technical violation of accounting-based debt covenants. *The Accounting Review*. Vol. 68, No. 2.
- Beneish, M. & Press, E. (1995a), The resolution of technical default. *The Accounting Review*. Vol. 70, No. 2.
- Beneish, M. & Press, E. (1995b), Interrelation Among Events of Default, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 12, No. 1.
- Berger, A.N. & Udell, G.F. (1995), Relationship lending and lines of credit in small firm finance, *Journal of Business*, Vol. 68.
- Berlin, M. & Loeys, J. (1988), Bond Covenants and Delegated Monitoring, *The Journal of Finance*, Vol. XLIII. No. 2. June.
- Berry, A.J., Broadbent, J. & Otley, D. (eds) (1995), *Management Control. Theories, Issues and Practices*, Macmillan.
- Bjurgren, P-O & Skogh, G. (red) (1989), *Företaget: en kontraktsekonomisk analys*, SNS Förlag, Göteborg.
- Blackwell, D.W. & Winters, D.B. (1997), Banking relationships and the effect of monitoring on loan pricing, *The Journal of Financial Research*, Vol. XX, No. 2, Summer.
- Bloor, M.J. (1983), Notes on member validation, i Emerson, R.M. (1983), *Contemporary field research*, Little, Brown and Company.

- Booth, J.R. (1992), Contract costs, bank loans, and the cross-monitoring hypothesis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 31.
- Bowman, E.H. (1980), A risk/return paradox for strategic management, *Sloan Management Review*, No 21.
- Bowman, E.H. (1982), Risk Seeking by Troubled Firms, *Sloan Management Review*, 23 (4), Summer.
- Brennan, M. (1994), Incentives, Rationality, and Society, *Journal of Applied Corporate Finance*, Summer.
- Broomé, P., Elmér, L. & Nylén, B. (1998), *Kreditgivning till företag*, Studentlitteratur, Lund.
- Bäckström, A. (1998), *Värdeskapande kreditgivning. Kreditriskhantering ur ett agentteoretiskt perspektiv*, Lic. avh. Nr. 734. IDA-EIS. Tekniska högskolan. Linköpings universitet.
- Carlsson, P. (1994), *Separation av företagsledning och finansiär. Fallstudier av företagsledarutköp ur ett agentteoretiskt perspektiv*. Lic. avh. Nr. 414, IDA-EIS, Tekniska högskolan, Linköpings universitet.
- Churchman, C.W. (1968), *The Systems Approach*, Dell Publishing Co, New York.
- Citron, D. (1992a), Accounting Measurement Rules in UK Bank Loan Contracts, *Accounting and Business Research*, Vol. 23 No. 89.
- Citron, D. (1992b), Financial Ratio Covenants in UK Bank Loan Contracts and Accounting Policy Choice, *Accounting and Business Research*, Vol. 22 No. 88.
- Citron, D., Robbie, K. & Wright, M. (1997), Loan Covenants and Relationship Banking in MBOs, *Accounting and Business Research*, Vol. 27. No 4.
- Cole, R.A. (1998), The importance of relationships to the availability of credit, *Journal of Banking and Finance*, forthcoming.
- Copeland, T.E & Weston, J.F (1988), *Financial theory and corporate policy*, Addison-Wesley.
- Datta, S., Iskander-Datta, M. & Patel, A. (1999), Bank monitoring and the pricing of corporate public debt, *Journal of Financial Economics*, Vol. 51.
- Deephouse, D.L. & Wiseman, R.M. (2000), Comparing alternative explanations for accounting risk-return relations, *Journal of Economic Behaviour & Organization*, Vol. 42.
- DeFont, M. & Jambalvo, J. (1994), Debt covenants violation and manipulation of accruals, *Journal of Accounting and Economics*, No. 17.

- Denzin, N.K. (1970), *Sociological methods. A sourcebook*, Aldine Publishing Company. Chicago.
- Diamond, D.W. (1984), Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies*, No. 51, July.
- Diamond, D.W. (1991), Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt, *Journal of Political Economy*, Vol. 99, No. 4.
- Diamond, D.W. (1993), Seniority and maturity of debt contracts, *Journal of Financial Economics*, No. 33.
- Donaldson, G. (1984), *Managing Corporate Wealth*, Praeger, New York.
- Eisenhardt, K.M. (1985), Control: Organizational and Economic Approaches, *Management Science*, February, Vol 31 No 2.
- Eisenhardt, K.M. (1989), Agency Theory: An assesement and review, *Academy of Management Review* Vol 14 No 1.
- Falkman, H. (1992), *Leveraged buyouts. En bolagsrättslig probleminventering*. Stiftelsen för börsrätt, Juristförlaget, Stockholm.
- Fama, E.F. (1985), What´s different about banks ?, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 15.
- Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983), Separation of Ownership and Control, *Journal of Law & Economics*, June, Vol XXVI.
- Fiegenbaum, A. (1990), Prospect theory and the risk-return associatopns: An empirical examination in 85 industries, *Journal of Economic Behaviour and Organization*, No 14.
- Fiegenbaum, A. & Thomas, H.(1988), Attitudes toward risk and the risk return paradox: Prospect theory explanations, *Academy of Management Journal*, Vol. 31, No. 1.
- Fox, I. & Marcus, A. (1992), The causes and consequences of leveraged management buyouts, *Academy of Management Review*, Vol. 17, No. 1.
- Frey, B.S. (1993), Does Monitoring Increase Work Effort? The Rivalry with Trust and Loyalty, *Economic Enquiry*, Vol. 31, No. 4, October.
- Ghoshal, S & Moran, P (1996), Bad for practice: A critique of the transection cost theory, *The Academy of Management Journal*, Vol. 21, Iss. 1, January.
- Green, S.G. & Welsh, M.A. (1988), Cybernetics and Dependence: Reframing the Control Concept, *Acadamy of Management Review*, Vol. 13, No. 2.

- Grossman, S.J. & Hart, O. (1982), Corporate financial structure and managerial incentives, i Harris, M. & Raviv, A. (1991), The Theory of Capital Structure, *The Journal of Finance*, Vol. XLVI, No 1, March.
- Hadlock, C. & James, C. (1997), Bank lending and the menu of financing options, Unpublished Working Paper, University of Florida, Gainesville.
- Harris, M. & Raviv, A. (1990), Capital structure and the informational role of debt, *The Journal of Finance*, Vol. XLV, No. 2, June.
- Harris, M. & Raviv, A. (1991), The Theory of Capital Structure, *The Journal of Finance*, Vol. XLVI, No 1, March.
- Harris, S. & Bovaird, C. (1996), *Enterprising Capital: A study of enterprise development and the institutions which finance it*, Avebury, England.
- Hartman, J. (1998), *Vetenskapligt tänkande. Från kunskapsteori till metodteori*, Studentlitteratur, Lund.
- Hartman, S.J. & Nelson, B.H. (1996), Group Decision Making in the Negative Domain, *Group & Organization Management*, Vol. 21, No. 2, June.
- Heath, C. & Tversky, A. (1991), Preference and Belief: Ambiguity and Competence in Choice under Uncertainty, *Journal of Risk and Uncertainty*, Vol. 4.
- Hogart, R.M. & Reder, M.W., eds. (1987), "Rational Choice: The Contrast between Economics and Psychology". Chicago: Univ. Chicago Press.
- Holland, J. (1994), Bank Lending Relationships and the Complex Nature of Bank – Corporate Relations, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 21, No. 3.
- Holme, I.M. & Solvang, B.K. (1997), *Forskningsmetodik. Om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Andra upplagan, Lund, Studentlitteratur.
- Hägg, I. & Wiedersheim-Paul, F. (1994), *Modeller som redskap att hantera företagsekonomiska problem*, Liber-Hermods.
- Jansson, H. & Karlsson, P. (1992), *Bankens kreditkontroll. Specialfallet MBO*, Examensarbete, Företagsekonomiska institutionen, Uppsala universitet.
- James, C. M. (1987), Some evidence on the uniqueness of bank loans, *Journal of Financial Economics*, Vol. 19.
- Jegers, M. (1991), Prospect theory and the risk-return relation: Some Belgian evidence, *Academy of Management Journal*, Vol. 34, No. 1.
- Jensen, M.C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76, No 2.

- Jensen, M.C. (1994), Self-Interest, Altruism, Incentives, and Agency Theory, *Working Paper*, Forthcoming in the Journal of Applied Corporate Finance, Summer 1994.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), Theory of the firm: Managerial behavior agency costs and ownership structure, *Journal of financial economics*, Vol 3.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1994), The Nature of Man, *Journal of Applied Corporate Finance*, Summer.
- Jensen, M.C. & Ruback, R. (1983), *The market for corporate control: The scientific evidence*, Journal of financial economics, No 11.
- Jensen, M.C. & Smith, C.W. (1985), Stockholder , Manager and Creditor Interest: Applications of Agency Theory, i Altman, E. & Subrahmanyam, eds. (1985), *Recent Advances in Corporate Finance*, Homewood, Irwin.
- Jensen, K.M. (1995), *Kvalitativa metoder för samhällsvetare och beteendevetare*, Studentlitteratur, Lund.
- Joachimsson, R. (1992), Management buy-outs in Sweden, Management Buy-Outs, 6th edition, Vol. I. London: *The Economist Intelligence Unit, Reprint Series 1992/10* Företagsekonomiska institutionen, Uppsala universitet.
- Kagel, J.H. & Roth, A. E. (eds.) (1995), *The handbook of experimental economics*, Princeton, N.J. Princeton University Press cop.
- Kahan, M. & Tuckman, B. (1993), Private versus Public Lending: Evidence from Covenants”, Working Paper, New York University.
- Kahan, M. & Yermack, D. (1998), Investment Opportunities and the Design of Debt Securities, *Journal of Law, Economics and Organisation*, Vol 14, No 1.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979), Prospect theory: an analysis of decision under risk, *Econometrica*, Vol. 47, No. 2.
- Kalay, A. (1982), Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constrains, *Journal of Financial Economics*, July.
- Kaplan, S.N. & Stein, J.C. (1993), The evolution of buyout pricing and financial structure in the 1980s, *Quarterly Journal of Economics*, No 108.
- Kaplan, S.N. (1989), The effects of management buyouts on operating performance and value, *Journal of Financial Economics*, No 24.
- Krishnaswami, S., Spindt, P.A., Subramaniam, V. (1999), Information asymmetry, monitoring, and the placement structure of corporate debt, *Journal of Financial Economics*, Vol. 51.

- Leland, H.E. & Pyle, D.H., (1977), Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation, *The Journal of Finance*, Vol. 32. No. 2, May.
- Lichtenberg, F.R. & Siegel, D. (1990), The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behaviour, *Journal of Financial Economics*, No 27.
- Liebeskind, J., Wiersema, M. & Hansen, G. (1992), LBOs, corporate restructuring and the incentive-intensity hypothesis, *Financial Management*. No 21 (1).
- Lind, J. (1994), *Creditor–Firm Relations: an Interdisciplinary Analysis*, Lic. avh. Nr. 451, EIS-IDA, Tekniska högskolan, Linköpings universitet.
- Long, W.F & Ravenscraft, D.J (1993a), LBOs, debt and R&D intensity, *Strategic Management Journal*, 14.
- Long, W.F. & Ravenscraft, D.J. (1993b), *The financial performance of whole company LBOs*, Discussion paper, U.S. Department of Commerce, Economics and Statistics Administration, Washington, DC. i Phan, P. H.& Hill, C.W.L (1995), Organizational restructuring and economic performance in leveraged buyouts: an ex post study, *Academy of Management Journal*, Vol. 38, No. 3.
- Luce, D. & Raiffa, H. (1957), *Games and Decision, Introduction and Critical Survey*, John Wiley and Sons, Inc. I nytryck på Dover Publications, Inc., New York, 1989.
- Luce, R.D. & von Winterfeldt, D. (1994), What Common ground Exists for Descriptive, Prescriptive and Normative Utility Theories ?, *Management Science*. Vol. 40, No 2, February.
- Lummer, S.I. & McConnel, J.J. (1989), Further evidence on the bank lending process and the capital-market response to bank loan agreements, *Journal of Financial Economics*, Vol. 29.
- MacCrimmon, K.R. & Wehrung, D. A. (1986), *Taking Risks: The management of uncertainty*, The Free Press, New York.
- Malitz, I.B. (1994), *The modern role of bond covenants*, The research foundation of the institute of financial chartered analysts.
- March, J.M. & Shapira, Z. (1987), Managerial perspective on risk and risk taking, *Management Science*, Vol. 33, No. 11 November.
- McLain, D.L. & Hackman, K. (1999), Trust, risk and decision-making in organizational change, *Public Administration Quarterly*, Vol. 23, Issue 2.
- Merriam, S.B. (1994), *Fallstudien som forskningsmetod*, Studentlitteratur, Lund.
- Miller, M. (1977), Debt and Taxes, *Journal of Finance*, Vol. 22.

- Mintzberg, H. (1983), *Structure in fives. Designing effective organisations*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1963), Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic review*, June.
- Morgan, D.P. (1993), *Bank Monitoring Mitigates Agency Problems: New Evidence using financial covenants i Bank Loan Commitments*, Research Working Paper, Research Division, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Morgan, G. (1979), Internal Audit Role Conflict: A Pluralist View. *Managerial Finance*. Vol. 5.
- Myers, S. (1977), Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics*, No. 5.
- Norén, L. (1990), *Fallstudiens trovärdighet*, FE-rapport 1990-305, Företagsekonomiska institutionen, Handelshögskolan, Göteborgs universitet.
- Olsen, R.A (1997), Investment risk: The experts' perspective, *Financial Analysts Journal*, March/April.
- Ouchi, W. (1977), The relationship between organizational structure and organizational control, *Administrative Science Quarterly*, 22.
- Ouchi, W. (1979), A conceptual framework for the design of organizational control mechanisms, *Management Science*, September, Vol 25, No 9.
- Ouchi, W. & Maguire, M. (1975), Organizational Controll: Two Functions, *Administrative Science Quarterly*, December, Vol 20.
- Phan, P.H.& Hill, C.W.L. (1995), Organizational restructuring and economic performance in leveraged buyouts: an ex post study, *Academy of Management Journal*, Vol. 38, No. 3.
- Petersen, M. & Rajan, R. (1994), The benefits of lending relationships: Evidence from small business data, *Journal of Finance*, Vol. 49.
- Pratt, J.W. (1964), Risk Aversion in the Small and in the Large, *Econometrica*, Vol. 32.
- Prowse, S.D. (1997), The economics of private placements: Middle-market corporate finance, life insurance companies, and a credit crunch, Federal Reserve Bank of Dallas, *Economic review*, Third quarter.
- Rapp, B. & Thorstenson, A. (1994), *Vem skall ta risken*, Studentlitteratur, Lund.
- Rajan, R. & Winton, A. (1995), Covenants and Collateral as Incentives to Monitor, *Journal of Finance*, Vol. 1. No. 4, September.

- Ross, S.A. (1973), The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, *The American Economic Review*, Vol. LXIII, No. 2, May.
- Ross, S.A. (1977), The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach, *Bell Journal of Economics*, Vol. 8.
- Ross, S.A. (1993), *Corporate finance*, Homewood, III. Irwin.
- Salanié, B. (1997), *The economics of contracts. A primer*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.
- Securities Data Company, Online databas "International Mergers (IMA)".
- Shankman, N.A. (1999), Reframing the debate between agency and stakeholder theories of the firm, *Journal of Business Ethics*, May.
- Shapira, Z. (1994), *Risk taking: a managerial perspective*, Russel Sage Foundation, New York.
- Sharpe, S.A. (1990), Asymmetric Information, Bank lending and Implicit Contracts: A Stylised Model of Customer Relationships, *Journal of Finance*, Vol. 45, No. 4, September.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1995), *A survey of corporate governance*, Prepared for the Nobel Symposium on Law and Finance, Stockholm August 1995. Harvard University and University of Chicago.
- Seth, A. & Easterwood, J. (1993), Strategic redirection in large management buy-outs: The evidence from post-buyout restructuring activity, *Strategic Managent Journal*, No 14.
- Simon, H.A. (1955), A Behavioral Model of Rational Choice, *Quarterly Journal of Economics*, No 69.
- Singh, H. (1990), *Management buyouts: Distinguishing characteristics and operating changes prior to public offering*, *Strategic Managent Journal*, No 11.
- Singh, H. (1993), Challenges in researching corporate restructuring, *Journal of Management Studies*, 30 (1).
- Sinha, T. (1994), Prospect theory and the risk return association: Another look. *Journal of Economic Behaviour and Organization*, No 24.
- Smith, C.W (1986), Investment Banking and the Capital Acquisition Process, *Journal of Finance*, Nos. 1-2, 15, forthcoming 1986.
- Smith, C.W. (1993), A Perspective on Accounting-based debt Covenant Violations, *The Accounting Review*, Vol. 63, No.2. April.

- Smith, C.W. & Warner, J.B. (1979), On financial contracting. An analysis of bond covenants, *Journal of Financial Economics*, No 7.
- Stiglitz, J. & Weiss, A. (1981), Credit Rationing In Markets with Imperfect Information, *American Economic Review*, Vol. 7.
- Stultz, R. (1990), Managerial discretion and optimal financing policies, *Journal of Financial Economics*, Vol. 26.
- Svensson, K. & Ulvenblad, P-O. (1995), Management of bank loans to small firms in a market with asymmetric information. An integrated concept. *Working paper* 1995:2, SIRE, Scandinavian institute for research in entrepreneurship.
- Sweeney, A. (1994), Debt covenant violations and managers' accounting responses, *Journal of Accounting and Economics*, No. 17.
- Tegin, Å. (1997), *Kreditboken*, Nordstedts juridik, Stockholm.
- Tocher, K. (1970), Control, *Operational Research Quarterly*, June, i Berry, A.J., Broadbent, J. & Otley, D. (eds) (1995), *Management Control. Theories, Issues and Practices*, Macmillan.
- Tocher, K. (1976), Notes for Discussion on Control, *Operational Research Quarterly*, June, i Berry, A.J., Broadbent, J. & Otley, D. (eds) (1995), *Management Control. Theories, Issues and Practices*, Macmillan.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1981), The framing of decisions and the psychology of choice, *Science*, Vol. 211, 30 January.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1986), Rational choice and the framing of decision, *Journal of business*, Vol. 59, Nr. 4. Part 2, October.
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1992), Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty, *Journal of risk and uncertainty*, No 5.
- Wahlbäck, M. (1994), *Management Buy-Out. Om hur man skapar ledningsägda företag*, Maxus Capital, Stockholm.
- Wallén, G. (1996), *Vetenskapsteori och forskningsmetodik*, Studentlitteratur, Lund.
- Weinstein, M.I. (1977), The effect of rating change announcement on bond price, *Journal of Financial Economics*, Vol. 5.
- Williamson, O. (1975), *Markets and hierarchies: Analysis and antitrust implications*, Free Press, New York.
- Williamson, O. (1988), Corporate finance and corporate governance, *Journal of Finance*, Vol. XLIII, No. 3, July.

Wiseman, R.M. & Gomez-Mejia, L.R. (1998), A behavioral agency model of managerial risk taking, *Academy of Management Review*, Vol. 23, No. 1.

Wiseman, R.M. & Bromiley, P. (1991), Risk-return associations: Paradox or artifact? An empirically tested explanation, *Strategic Management Journal*, Vol. 12.

Yin, R.K. (1989), *Case study research: Design and Methods*, Revised Edition, Sage publications Ltd., London.

Yosha, O. (1995), Information disclosure costs, and the choice of financing source, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 4.

Besök och intervjuer

Hamilton Burman, Teresa, vice president, (30 november 1999), *Swedbank, Corporate Banking, Acquisition Finance*, Stockholm.

Persson, Per, bank direktör, (8 februari 1999), *Merita-Nordbanken, Structured and Corporate Finance, Acquisition Finance*, Stockholm.

Stååhl, Mikael, vice president, (30 november 1999), *Swedbank, Corporate Banking, Acquisition Finance*. Stockholm.

Selin, Håkan, senior vice president, (30 november 1999), *Swedbank, Corporate Banking, Acquisition Finance*. Stockholm.

Sennerup, Mårten (15 juli 1999), *SEB, Merchant Banking, Acquisition Finance*. Stockholm.

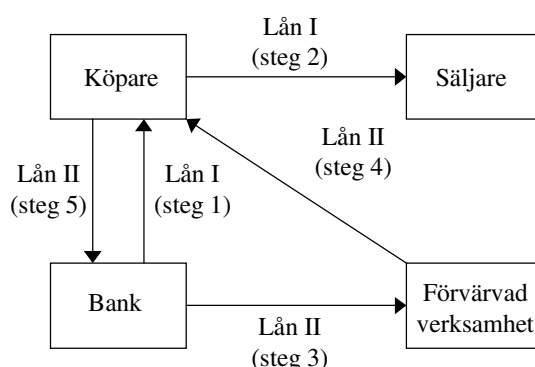
Telefonintervju

Larsson, Jan-Erik (9 augusti 1999), *Handelsbanken, Centrala kreditavdelningen*. Stockholm.

BILAGA 1. STRUKTURER VID FINANSIERING AV FÖRETAGSFÖRVÄRV

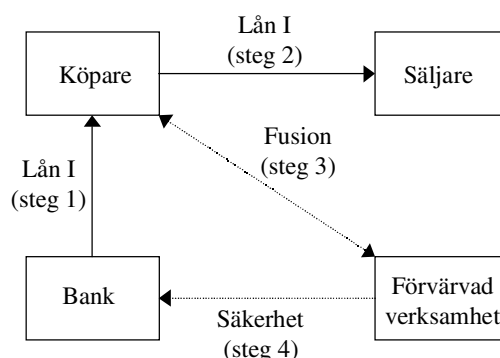
Nedan ges fyra exempel på olika alternativa strukturer vid finansiering av företagsförvärv. Tre exempel ges avseende förvärv av aktierna i en verksamhet samt ett exempel på en substansöverlåtelse, dvs. ett inkråmsförvärv. Innehållet i hela bilagan är en något bearbetad del av en sammanställningen som i sin helhet återfinns i Falkman (1992). I samtliga fall blir resultatet att banken har en fordran på antingen köparen eller den förvärvade verksamheten.

Aktieöverlåtelse, exempel 1:



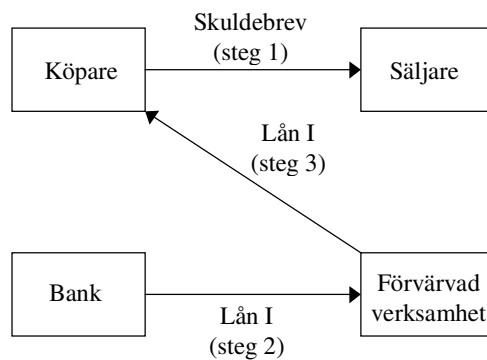
I exempel 1 så lämnar banken ett lån I till köparen som använder detta lån som betalning för aktierna i den förvärvade verksamheten. Efter överlåtelsen lämnar banken ett andra lån II till den förvärvade verksamheten med säkerhet i dess tillgångar. Lån II överförs till köparen som koncernbidrag för att användas som betalning av lån I.

Aktieöverlåtelse, exempel 2:



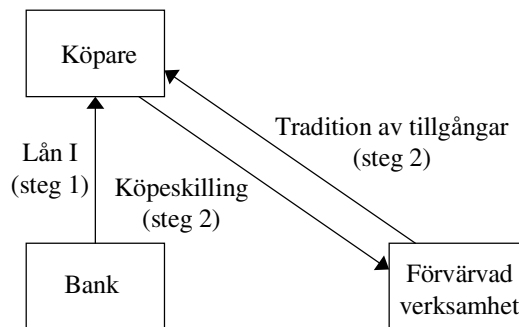
Exempel 2 visar en struktur där banken lämnar ett lån I till köparen som används för att förvärva aktierna i den förvärvade verksamheten. Efter överlåtelsen fusionerar köparen och den förvärvade verksamheten vars totala substans utgör säkerhet för köparens lån I.

Aktieöverlåtelse, exempel 3:



Exempel 3 visar en struktur där köparen förvärvar aktierna i den förvärvade verksamheten genom att ställa ut ett skuldebrev. Den förvärvade verksamheten blir ett dotterbolag till köparen. Banken lämnar ett lån I till den förvärvade verksamheten med säkerhet i dess tillgångar. Den förvärvade verksamheten överför medel till köparen i form av koncernbidrag som därmed kan lösa sin skuld.

Substansöverlåtelse, exempel 4



I exempel 4 lämnar banken ett lån I till köparen som förvärvar inkråmet i den förvärvade verksamheten vars tillgångar omfattas av bankens säkerhet i lån I. En likvidation av den förvärvade verksamheten ger aktieägarna tillgång till köpeskillingen.

BILAGA 2. FRÅGEFORMULÄR

Inledande frågor

1. Organisation ?
2. Konkurrenter ?
3. I vilken omfattning förekommer denna typ av krediter ?
4. Hur viktiga är de för banken ?

Skuldsättning och uppdragsrelaterade kostnader (Kapitel 4)

5. På vilket sätt kan en kreditgivning till ett företag i samband med ett högt belånat företagsförvärv tänkas påverka företagets målsättningar och strategi ?
6. Anser Ni att skuldsättningen i sig påverkar företaget att handla på ett sätt som också gynnar banken då skuldsättningen medför ökade krav på att lönsamma projekt genomförs ?
7. Anser Ni att riskerna förändras i företaget efter förvärvet och den ökade belåningen ?
8. Vilken betydelse för bankens bedömning av riskerna och den framtida strategin och målsättningen i företaget har det faktum att köparna är beredd att låna stora mängder kapital till att genomföra förvärvet ?
9. Hur stor del av förvärvssumman är banken beredd att finansiera ?
10. Vilka motiv finns till en övre gräns för utlåningen ?
11. Tar banken en större risk än förvärvsbolaget när banken finansierar merparten av förvärvssumman ?
12. Anser Ni att företaget har anledning att inte fullt ut informera banken om risker i företaget ?
13. Vem har mest att förlora på att ett förvärv misslyckas ? Banken eller företaget ?
14. Kan tillgången till ett stort lånat kapital ge incitament för företaget att genomföra projekt som banken anser vara alltför riskfyllda då de har satsat mindre kapital än banken ?
15. Vad anser Ni om förmåner, ersättning och liknande till företagsledningen ?
16. Har Ni krav på storleken av dessa ?

Riskuppfattning och hantering av risk (Kapitel 5)

17. Vilken målsättning har banken med kreditgivningen ?
18. På vilket sätt skiljer sig denna målsättning från företagets ?
19. Skiljer sig bankens och företagets uppfattning åt avseende riskerna i företaget ?
20. Vilka risker är det som i första hand diskuteras mellan parterna ?
21. Vad är orsakerna till att bedömningen av riskerna eventuellt skiljer sig åt ?
22. Kan eventuella skillnader bero på olika tillgång till information om företaget ?
23. Finns en strävan hos banken att påverka företagets framtida utveckling ?
24. Vilka möjligheter har banken att påverka och styra företagets handlande ?
25. Påverkar denna eventuella möjlighet att styra företaget bankens bedömning av riskerna i företaget ?

Övervakning och styrning (Kapitel 6)

26. Är lånevillkoreavtal ett uttryck för denna eventuella strävan att övervaka och styra företaget ?
27. Vilka resultatbaserade lånevillkor förekommer ?
28. Vilket funktion fyller resultatbaserade lånevillkor ?
29. Hur väl uppfyller de resultatbaserade villkoren sin funktion ?
30. Hur fastställs nivåer på resultatbaserade villkor ?
31. Kan resultatbaserade lånevillkor ge annan information om risker i företagets omgivning som ej kan påverkas av banken eller företaget ?
32. Vilka beteendebaserade lånevillkor förekommer i låneavtal ?
33. Vilken funktion fyller de beteendebaserade lånevillkoren ?
34. Hur väl uppfyller beteendebaserade lånevillkoren sin funktion ?
35. Hur fastställs nivåer för resultatbaserade lånevillkor ?
36. Är utformningen av lånevillkoren baserad på kända samband mellan beteende och resultat ?
37. Har banken en annan uppfattning och riskerna med vissa beteenden än företaget ?
38. Finns det något samband mellan den initiala kreditanalysen och utformningen av lånevillkor ?

Riskuppfattning och hantering av risk (Kapitel 5)

- 39. Vilka åtgärder vidtages om lånevillkor inte efterlevs ?
- 40. När fattas beslut om att säga upp krediter ?
- 41. Finns en vilja att behålla företaget som en "going concern" snarare än att säga upp en kredit i förtid ?
- 42. I vilken utsträckning är banken beredd att acceptera att lånevillkor inte efterlevs ?
- 43. Blir banken mer beredd att ta risker efter det att en kredit beviljats jämfört med situationen då det initiala kreditbeslutet fattas ?
- 44. Om företaget befinner sig i situationen som på något sätt försämrar dess kreditvärdighet och banken hade stått i en situation att bevilja eller avslå en ny kreditansökan hade då banken beviljat krediten till företaget ?

Prissättning av krediter

- 45. Hur fungerar prissättningen av krediter ?
- 46. Finns det något samband mellan lånevillkor som finns i låneavtalet och prissättningen av krediten ?
- 47. Om ett lån beviljas helt utan lånevillkor skulle det lånet ges till samma ränta som ett lån med lånevillkor, ceteris paribus ?



Avdelning, institution
Division, department

Institutionen för datavetenskap

Department of Computer
and Information Science

Datum
Date

2000-09-02

Språk
Language

- ☒ Svenska/Swedish
☐ Engelska/English

☐ _____

Rapporttyp
Report category

- ☒ Licentiatavhandling
☐ Examensarbete
☐ C-uppsats
☐ D-uppsats
☐ Övrig rapport

☐ _____

ISBN

91-7219-438-3

ISRN

LiU-Tek-Lic-1999:12

Serietitel och serienummer

Title of series, numbering

ISSN

0280-7971

Linköpings Studies in Science and Technology

Thesis No. 754

URL för elektronisk version

Titel
Title

Bankens villkor i låneavtal vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv - En studie ur ett agentteoretiskt perspektiv

Författare
Author

Magnus Lindahl

Sammanfattning
Abstract

Företagsförvärv finansieras i vissa fall med en stor andel banklån. Låneavtal mellan en bank och ett företag (förvärvaren inklusive det förvärvade företaget) innehåller, vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv, villkor som innebär att banken ställer olika krav på företaget.

Syftet med avhandlingen är att söka svar på vilka typer av villkor som förekommer i låneavtal vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv, vilken funktion villkor har samt hur banken utformar villkor. Avhandlingen baseras på ett agentteoretiskt perspektiv och omfattar besök vid tre svenska bankavdelningar specialiserade på kreditgivning till högt belånade företagsförvärv.

Avhandlingens resultat är att villkor utgörs av krav på företaget att uppnå vissa resultatnivåer och krav på löpande finansiell rapportering från företaget till banken. Villkoren omfattar också företagets beteende i form av restriktioner på investeringar, försäljning av tillgångar, utdelningar och finansiering. Villkorens funktion är att ge banken en möjlighet till övervakning och styrning av företaget. Diskussioner mellan parterna, som är en följd av att villkor ej efterlevs, är av stor vikt för bankens kontroll av företaget. I samband med dessa kan banken skapa sig en detaljerad bild av riskerna i företaget och utöva en direkt styrning av företagets beteende.

Avhandlingen beskriver hur bankens utformning av villkor påverkas av i) skuldsättningens disciplinerande effekt, ii) företagets finansiella prognos, iii) bankens och företagets likartade målsättning, iv) förvärvarens vilja att förvärva företaget, v) bankens initiala urval av förvärvare samt vi) bankens praktiska möjligheter att styra företaget. Avhandlingen tydliggör också det faktum att bankens analys av företagets kreditvärdighet inte är en statisk initial analys. Villkoren medför en löpande dynamisk analys av företaget under lånets hela löptid.

Studien har finansierats av Öhrlings PricewaterhouseCoopers

Nyckelord
Keywords

Covenants, bank loans, mergers, acquisitions, leveraged buy outs, leveraged financing, debt financing, villkor, banklån, företagsförvärv

Department of Computer and Information Science
Linköpings universitet

Linköping Studies in Science and Technology

- No 17 **Vojin Plavsic:** Interleaved Processing of Non-Numerical Data Stored on a Cyclic Memory. (Available at: FOA, Box 1165, S-581 11 Linköping, Sweden. FOA Report B30062E)
- No 28 **Arne Jönsson, Mikael Patel:** An Interactive Flowcharting Technique for Communicating and Realizing Algorithms, 1984.
- No 29 **Johnny Eckerland:** Retargeting of an Incremental Code Generator, 1984.
- No 48 **Henrik Nordin:** On the Use of Typical Cases for Knowledge-Based Consultation and Teaching, 1985.
- No 52 **Zebo Peng:** Steps Towards the Formalization of Designing VLSI Systems, 1985.
- No 60 **Johan Fagerström:** Simulation and Evaluation of Architecture based on Asynchronous Processes, 1985.
- No 71 **Jalal Maleki:** ICONStraint, A Dependency Directed Constraint Maintenance System, 1987.
- No 72 **Tony Larsson:** On the Specification and Verification of VLSI Systems, 1986.
- No 73 **Ola Strömfors:** A Structure Editor for Documents and Programs, 1986.
- No 74 **Christos Levcopoulos:** New Results about the Approximation Behavior of the Greedy Triangulation, 1986.
- No 104 **Shamsul I. Chowdhury:** Statistical Expert Systems - a Special Application Area for Knowledge-Based Computer Methodology, 1987.
- No 108 **Rober Bilos:** Incremental Scanning and Token-Based Editing, 1987.
- No 111 **Hans Block:** SPORT-SORT Sorting Algorithms and Sport Tournaments, 1987.
- No 113 **Ralph Rönquist:** Network and Lattice Based Approaches to the Representation of Knowledge, 1987.
- No 118 **Mariam Kamkar, Nahid Shahmehri:** Affect-Chaining in Program Flow Analysis Applied to Queries of Programs, 1987.
- No 126 **Dan Strömberg:** Transfer and Distribution of Application Programs, 1987.
- No 127 **Kristian Sandahl:** Case Studies in Knowledge Acquisition, Migration and User Acceptance of Expert Systems, 1987.
- No 139 **Christer Bäckström:** Reasoning about Interdependent Actions, 1988.
- No 140 **Mats Wirén:** On Control Strategies and Incrementality in Unification-Based Chart Parsing, 1988.
- No 146 **Johan Hultman:** A Software System for Defining and Controlling Actions in a Mechanical System, 1988.
- No 150 **Tim Hansen:** Diagnosing Faults using Knowledge about Malfunctioning Behavior, 1988.
- No 165 **Jonas Löwgren:** Supporting Design and Management of Expert System User Interfaces, 1989.
- No 166 **Ola Petersson:** On Adaptive Sorting in Sequential and Parallel Models, 1989.
- No 174 **Yngve Larsson:** Dynamic Configuration in a Distributed Environment, 1989.
- No 177 **Peter Åberg:** Design of a Multiple View Presentation and Interaction Manager, 1989.
- No 181 **Henrik Eriksson:** A Study in Domain-Oriented Tool Support for Knowledge Acquisition, 1989.
- No 184 **Ivan Rankin:** The Deep Generation of Text in Expert Critiquing Systems, 1989.
- No 187 **Simin Nadjm-Tehrani:** Contributions to the Declarative Approach to Debugging Prolog Programs, 1989.
- No 189 **Magnus Merkel:** Temporal Information in Natural Language, 1989.
- No 196 **Ulf Nilsson:** A Systematic Approach to Abstract Interpretation of Logic Programs, 1989.
- No 197 **Staffan Bonnier:** Horn Clause Logic with External Procedures: Towards a Theoretical Framework, 1989.
- No 203 **Christer Hansson:** A Prototype System for Logical Reasoning about Time and Action, 1990.
- No 212 **Björn Fjellborg:** An Approach to Extraction of Pipeline Structures for VLSI High-Level Synthesis, 1990.
- No 230 **Patrick Doherty:** A Three-Valued Approach to Non-Monotonic Reasoning, 1990.
- No 237 **Tomas Sokolnicki:** Coaching Partial Plans: An Approach to Knowledge-Based Tutoring, 1990.
- No 250 **Lars Strömberg:** Postmortem Debugging of Distributed Systems, 1990.
- No 253 **Torbjörn Näslund:** SL DFA-Resolution - Computing Answers for Negative Queries, 1990.
- No 260 **Peter D. Holmes:** Using Connectivity Graphs to Support Map-Related Reasoning, 1991.
- No 283 **Olof Johansson:** Improving Implementation of Graphical User Interfaces for Object-Oriented Knowledge-Bases, 1991.
- No 298 **Rolf G Larsson:** Aktivitetsbaserad kalkylering i ett nytt ekonomisystem, 1991.
- No 318 **Lena Srömbäck:** Studies in Extended Unification-Based Formalism for Linguistic Description: An Algorithm for Feature Structures with Disjunction and a Proposal for Flexible Systems, 1992.
- No 319 **Mikael Pettersson:** DML-A Language and System for the Generation of Efficient Compilers from Denotational Specification, 1992.
- No 326 **Andreas Kågedal:** Logic Programming with External Procedures: an Implementation, 1992.
- No 328 **Patrick Lambrich:** Aspects of Version Management of Composite Objects, 1992.
- No 333 **Xinli Gu:** Testability Analysis and Improvement in High-Level Synthesis Systems, 1992.
- No 335 **Torbjörn Näslund:** On the Role of Evaluations in Iterative Development of Managerial Support Systems, 1992.
- No 348 **Ulf Cederling:** Industrial Software Development - a Case Study, 1992.
- No 352 **Magnus Morin:** Predictable Cyclic Computations in Autonomous Systems: A Computational Model and Implementation, 1992.
- No 371 **Mehran Noghabai:** Evaluation of Strategic Investments in Information Technology, 1993.
- No 378 **Mats Larsson:** A Transformational Approach to Formal Digital System Design, 1993.
- No 380 **Johan Ringström:** Compiler Generation for Parallel Languages from Denotational Specifications, 1993.
- No 381 **Michael Jansson:** Propagation of Change in an Intelligent Information System, 1993.
- No 383 **Jonni Harrius:** An Architecture and a Knowledge Representation Model for Expert Critiquing Systems, 1993.
- No 386 **Per Österling:** Symbolic Modelling of the Dynamic Environments of Autonomous Agents, 1993.
- No 398 **Johan Boye:** Dependency-based Groudnness Analysis of Functional Logic Programs, 1993.

- No 402 **Lars Degerstedt:** Tabulated Resolution for Well Founded Semantics, 1993.
- No 406 **Anna Moberg:** Satellitkontor - en studie av kommunikationsmönster vid arbete på distans, 1993.
- No 414 **Peter Carlsson:** Separation av företagsledning och finansiering - fallstudier av företagsledarutköp ur ett agent-teoretiskt perspektiv, 1994.
- No 417 **Camilla Sjöström:** Revision och lagreglering - ett historiskt perspektiv, 1994.
- No 436 **Cecilia Sjöberg:** Voices in Design: Argumentation in Participatory Development, 1994.
- No 437 **Lars Viklund:** Contributions to a High-level Programming Environment for a Scientific Computing, 1994.
- No 440 **Peter Loborg:** Error Recovery Support in Manufacturing Control Systems, 1994.
- FHS 3/94 **Owen Eriksson:** Informationssystem med verksamhetskvalitet - utvärdering baserat på ett verksamhetsinriktat och samskapande perspektiv, 1994.
- FHS 4/94 **Karin Pettersson:** Informationssystemstrukturer, ansvarsfördelning och användarinflytande - En komparativ studie med utgångspunkt i två informationssystemstrategier, 1994.
- No 441 **Lars Poignant:** Informationsteknologi och företagsetablering - Effekter på produktivitet och region, 1994.
- No 446 **Gustav Fahl:** Object Views of Relational Data in Multidatabase Systems, 1994.
- No 450 **Henrik Nilsson:** A Declarative Approach to Debugging for Lazy Functional Languages, 1994.
- No 451 **Jonas Lind:** Creditor - Firm Relations: an Interdisciplinary Analysis, 1994.
- No 452 **Martin Sköld:** Active Rules based on Object Relational Queries - Efficient Change Monitoring Techniques, 1994.
- No 455 **Pär Carlshamre:** A Collaborative Approach to Usability Engineering: Technical Communicators and System Developers in Usability-Oriented Systems Development, 1994.
- FHS 5/94 **Stefan Cronholm:** Varför CASE-verktyg i systemutveckling? - En motiv- och konsekvensstudie avseende arbetssätt och arbetsformer, 1994.
- No 462 **Mikael Lindvall:** A Study of Traceability in Object-Oriented Systems Development, 1994.
- No 463 **Fredrik Nilsson:** Strategi och ekonomisk styrning - En studie av Sandviks förvärv av Bahco Verktyg, 1994.
- No 464 **Hans Olsén:** Collage Induction: Proving Properties of Logic Programs by Program Synthesis, 1994.
- No 469 **Lars Karlsson:** Specification and Synthesis of Plans Using the Features and Fluents Framework, 1995.
- No 473 **Ulf Söderman:** On Conceptual Modelling of Mode Switching Systems, 1995.
- No 475 **Choong-ho Yi:** Reasoning about Concurrent Actions in the Trajectory Semantics, 1995.
- No 476 **Bo Lagerström:** Successiv resultatavräkning av pågående arbeten. - Fallstudier i tre byggföretag, 1995.
- No 478 **Peter Jonsson:** Complexity of State-Variable Planning under Structural Restrictions, 1995.
- FHS 7/95 **Anders Avdic:** Arbetsintegrerad systemutveckling med kalkylprogram, 1995.
- No 482 **Eva L Ragnemalm:** Towards Student Modelling through Collaborative Dialogue with a Learning Companion, 1995.
- No 488 **Eva Toller:** Contributions to Parallel Multiparadigm Languages: Combining Object-Oriented and Rule-Based Programming, 1995.
- No 489 **Erik Stoy:** A Petri Net Based Unified Representation for Hardware/Software Co-Design, 1995.
- No 497 **Johan Herber:** Environment Support for Building Structured Mathematical Models, 1995.
- No 498 **Stefan Svenberg:** Structure-Driven Derivation of Inter-Lingual Functor-Argument Trees for Multi-Lingual Generation, 1995.
- No 503 **Hee-Cheol Kim:** Prediction and Postdiction under Uncertainty, 1995.
- FHS 8/95 **Dan Fristedt:** Metoder i användning - mot förbättring av systemutveckling genom situationell metodkunskap och metodanalys, 1995.
- FHS 9/95 **Malin Bergvall:** Systemförvaltning i praktiken - en kvalitativ studie avseende centrala begrepp, aktiviteter och ansvarsroller, 1995.
- No 513 **Joachim Karlsson:** Towards a Strategy for Software Requirements Selection, 1995.
- No 517 **Jakob Axelsson:** Schedulability-Driven Partitioning of Heterogeneous Real-Time Systems, 1995.
- No 518 **Göran Forslund:** Toward Cooperative Advice-Giving Systems: The Expert Systems Experience, 1995.
- No 522 **Jörgen Andersson:** Bilder av småföretagares ekonomistyrning, 1995.
- No 538 **Staffan Flodin:** Efficient Management of Object-Oriented Queries with Late Binding, 1996.
- No 545 **Vadim Engelson:** An Approach to Automatic Construction of Graphical User Interfaces for Applications in Scientific Computing, 1996.
- No 546 **Magnus Werner:** Multidatabase Integration using Polymorphic Queries and Views, 1996.
- FiF-a 1/96 **Mikael Lind:** Affärsprocessinriktad förändringsanalys - utveckling och tillämpning av synsätt och metod, 1996.
- No 549 **Jonas Hallberg:** High-Level Synthesis under Local Timing Constraints, 1996.
- No 550 **Kristina Larsen:** Förutsättningar och begränsningar för arbete på distans - erfarenheter från fyra svenska företag. 1996.
- No 557 **Mikael Johansson:** Quality Functions for Requirements Engineering Methods, 1996.
- No 558 **Patrik Nordling:** The Simulation of Rolling Bearing Dynamics on Parallel Computers, 1996.
- No 561 **Anders Ekman:** Exploration of Polygonal Environments, 1996.
- No 563 **Niclas Andersson:** Compilation of Mathematical Models to Parallel Code, 1996.
- No 567 **Johan Jenvall:** Simulation and Data Collection in Battle Training, 1996.
- No 575 **Niclas Ohlsson:** Software Quality Engineering by Early Identification of Fault-Prone Modules, 1996.
- No 576 **Mikael Ericsson:** Commenting Systems as Design Support—A Wizard-of-Oz Study, 1996.
- No 587 **Jörgen Lindström:** Chefers användning av kommunikationsteknik, 1996.
- No 589 **Esa Falkenroth:** Data Management in Control Applications - A Proposal Based on Active Database Systems, 1996.
- No 591 **Niclas Wahllöf:** A Default Extension to Description Logics and its Applications, 1996.
- No 595 **Annika Larsson:** Ekonomisk Styrning och Organisatorisk Passion - ett interaktivt perspektiv, 1997.
- No 597 **Ling Lin:** A Value-based Indexing Technique for Time Sequences, 1997.

- No 598 **Rego Granlund:** C³Fire - A Microworld Supporting Emergency Management Training, 1997.
- No 599 **Peter Ingels:** A Robust Text Processing Technique Applied to Lexical Error Recovery, 1997.
- No 607 **Per-Arne Persson:** Toward a Grounded Theory for Support of Command and Control in Military Coalitions, 1997.
- No 609 **Jonas S Karlsson:** A Scalable Data Structure for a Parallel Data Server, 1997.
- FiF-a 4 **Carita Åbom:** Videomötesteknik i olika affärssituationer - möjligheter och hinder, 1997.
- FiF-a 6 **Tommy Wedlund:** Att skapa en företagsanpassad systemutvecklingsmodell - genom rekonstruktion, värdering och vidareutveckling i T50-bolag inom ABB, 1997.
- No 615 **Silvia Coradeschi:** A Decision-Mechanism for Reactive and Coordinated Agents, 1997.
- No 623 **Jan Ollinen:** Det flexibla kontorets utveckling på Digital - Ett stöd för multiflex? 1997.
- No 626 **David Byers:** Towards Estimating Software Testability Using Static Analysis, 1997.
- No 627 **Fredrik Eklund:** Declarative Error Diagnosis of GAPLog Programs, 1997.
- No 629 **Gunilla Ivefors:** Krigsspel och Informationsteknik inför en oförutsägbart framtid, 1997.
- No 631 **Jens-Olof Lindh:** Analysing Traffic Safety from a Case-Based Reasoning Perspective, 1997
- No 639 **Jukka Mäki-Turja:** Smalltalk - a suitable Real-Time Language, 1997.
- No 640 **Juha Takkinen:** CAFE: Towards a Conceptual Model for Information Management in Electronic Mail, 1997.
- No 643 **Man Lin:** Formal Analysis of Reactive Rule-based Programs, 1997.
- No 653 **Mats Gustafsson:** Bringing Role-Based Access Control to Distributed Systems, 1997.
- FiF-a 13 **Boris Karlsson:** Metodanalys för förståelse och utveckling av systemutvecklingsverksamhet. Analys och värdering av systemutvecklingsmodeller och dess användning, 1997.
- No 674 **Marcus Bjärelund:** Two Aspects of Automating Logics of Action and Change - Regression and Tractability, 1998.
- No 676 **Jan Håkegård:** Hierarchical Test Architecture and Board-Level Test Controller Synthesis, 1998.
- No 668 **Per-Ove Zetterlund:** Normering av svensk redovisning - En studie av tillkomsten av Redovisningsrådets rekommendation om koncernredovisning (RR01:91), 1998.
- No 675 **Jimmy Tjäder:** Projektledaren & planen - en studie av projektledning i tre installations- och systemutvecklingsprojekt, 1998.
- FiF-a 14 **Ulf Melin:** Informationssystem vid ökad affärs- och processororientering - egenskaper, strategier och utveckling, 1998.
- No 695 **Tim Heyer:** COMPASS: Introduction of Formal Methods in Code Development and Inspection, 1998.
- No 700 **Patrik Hägglund:** Programming Languages for Computer Algebra, 1998.
- FiF-a 16 **Marie-Therese Christiansson:** Inter-organisatorisk verksamhetsutveckling - metoder som stöd vid utveckling av partnerskap och informationssystem, 1998.
- No 712 **Christina Wennestam:** Information om immateriella resurser. Investeringar i forskning och utveckling samt i personal inom skogsindustrin, 1998.
- No 719 **Joakim Gustafsson:** Extending Temporal Action Logic for Ramification and Concurrency, 1998.
- No 723 **Henrik André-Jönsson:** Indexing time-series data using text indexing methods, 1999.
- No 725 **Erik Larsson:** High-Level Testability Analysis and Enhancement Techniques, 1998.
- No 730 **Carl-Johan Westin:** Informationsförsörjning: en fråga om ansvar - aktiviteter och uppdrag i fem stora svenska organisationers operativa informationsförsörjning, 1998.
- No 731 **Åse Jansson:** Miljöhänsyn - en del i företags styrning, 1998.
- No 733 **Thomas Padron-McCarthy:** Performance-Polymorphic Declarative Queries, 1998.
- No 734 **Anders Bäckström:** Värdeskapande kreditgivning - Kreditriskhantering ur ett agentteoretiskt perspektiv, 1998.
- FiF-a 21 **Ulf Seigerroth:** Integration av förändringsmetoder - en modell för välgrundad metodintegration, 1999.
- FiF-a 22 **Fredrik Öberg:** Object-Oriented Frameworks - A New Strategy for Case Tool Development, 1998.
- No 737 **Jonas Mellin:** Predictable Event Monitoring, 1998.
- No 738 **Joakim Eriksson:** Specifying and Managing Rules in an Active Real-Time Database System, 1998.
- FiF-a 25 **Bengt E W Andersson:** Samverkande informationssystem mellan aktörer i offentliga åtaganden - En teori om aktörsarenor i samverkan om utbyte av information, 1998.
- No 742 **Pawel Pietrzak:** Static Incorrectness Diagnosis of CLP (FD), 1999.
- No 748 **Tobias Ritzau:** Real-Time Reference Counting in RT-Java, 1999.
- No 751 **Anders Ferntoft:** Elektronisk affärskommunikation - kontaktkostnader och kontaktprocesser mellan kunder och leverantörer på producentmarknader, 1999.
- No 752 **Jo Skåmedal:** Arbete på distans och arbetsformens påverkan på resor och resmönster, 1999.
- No 753 **Johan Alvehus:** Mötets metaforer. En studie av berättelser om möten, 1999.
- No 754 **Magnus Lindahl:** Bankens villkor i låneavtal vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv: En studie ur ett agentteoretiskt perspektiv, 2000.
- No 766 **Martin V. Howard:** Designing dynamic visualizations of temporal data, 1999.
- No 769 **Jesper Andersson:** Towards Reactive Software Architectures, 1999.
- No 775 **Anders Henriksson:** Unique kernel diagnosis, 1999.
- FiF-a 30 **Pär J. Ågerfalk:** Pragmatization of Information Systems - A Theoretical and Methodological Outline, 1999.
- No 787 **Charlotte Björkegren:** Learning for the next project - Bearers and barriers in knowledge transfer within an organisation, 1999.
- No 788 **Håkan Nilsson:** Informationsteknik som drivkraft i granskningsprocessen - En studie av fyra revisionsbyråer, 2000.
- No 790 **Erik Berglund:** Use-Oriented Documentation in Software Development, 1999.
- No 791 **Klas Gäre:** Verksamhetsförändringar i samband med IS-införande, 1999.
- No 800 **Anders Subotic:** Software Quality Inspection, 1999.
- No 809 **Flavius Gruian:** Energy-Aware Design of Digital Systems, 2000.

- FiF-a 32 **Karin Hedström:** Kunskapsanvändning och kunskapsutveckling hos verksamhetskonsulter - Erfarenheter från ett FOU-samarbete, 2000.
- No 808 **Linda Askenäs:** Affärssystemet - En studie om teknikens aktiva och passiva roll i en organisation, 2000.
- No 820 **Jean Paul Meynard:** Control of industrial robots through high-level task programming, 2000.
- No 823 **Lars Hult:** Publika Gränssytor - ett designexempel, 2000.
- No 832 **Paul Pop:** Scheduling and Communication Synthesis for Distributed Real-Time Systems, 2000.
- FiF-a 34 **Göran Hultgren:** Nätverksinriktad Förändringsanalys - perspektiv och metoder som stöd för förståelse och utveckling av affärsrelationer och informationssystem, 2000.
- No 842 **Magnus Kald:** The role of management control systems in strategic business units, 2000.
- No 844 **Mikael Cäker:** Vad kostar kunden? Modeller för intern redovisning, 2000.